



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2008/20

Mayo 2008

**EL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE
ACCIONES (OPAS) EN LA UNIÓN EUROPEA Y EN ESPAÑA**

Alberto Javier Tapia Hermida

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
atapia@sanchezcalero.com
<http://www.ucm.es/info/mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://www.ucm.es/eprints>
Copyright © 2008 por el autor

Resumen: La regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) de valores en España se ha adaptado, en el año 2007, a la Directiva Comunitaria de 2004 mediante la modificación de la Ley del Mercado de Valores por parte de la Ley 6/2007, de 12 de abril, y la promulgación del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Esta adaptación ha implicado un cambio radical en el sistema de regulación que ha pasado de exigir la formulación de una OPA como paso previo para adquirir el control de una sociedad cotizada (OPA "a priori") y permitir que la OPA se dirigiera a todo o parte del capital de aquella sociedad a establecer la obligación de formular una OPA como consecuencia de la adquisición del control de una sociedad cotizada (OPA "a posteriori") y exigir que dicha OPA se dirija a la totalidad del capital con derecho a voto de aquella sociedad. Este cambio de paradigma regulatorio ha influido decisivamente en aspectos claves de las OPAs tales como las contraprestaciones, las defensas de la sociedad afectada frente a la OPA o las compraventas forzosas.

Palabras clave: Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs), OPA amistosa, OPA hostil, OPA voluntaria, OPA obligatoria, OPAs competidoras, compraventas forzosas, concentraciones económicas.

Abstract: The regulation of takeover bids (TOB) for securities in Spain has been adapted, in the year 2007, to the European Community Directive of 2004 by amending the Securities Market Act by the Act 6 / 2007, April 12, and the enactment of Royal Decree 1066/2007, July 27, regulating the regime of takeover bids for securities. This adaptation has meant a radical change in the regulatory system that has gone to demand the formulation of a takeover bid as a prelude to acquire control of a listed company (TOB "a priori") and allow the takeover to be addressed to full or part of the capital of that company to establish an obligation to make a takeover bid as a result of the acquisition of control of a listed company (TOB "post") and require the tender offer is directed to the whole of the voting stock of that society. This change of regulatory paradigm has a decisive influence on key aspects of takeover bids such as charges, the defences of the target company off the takeover or sell-out and squeeze-out.

Key words: Takeover bids (TOB), friendly TOB, hostile TOB, voluntary TOB, mandatory TOB, competitor TOB, sell-out and squeeze-out, economic concentrations.

EL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES (OPAS) EN LA UNIÓN EUROPEA Y EN ESPAÑA

Alberto J. Tapia Hermida
Profesor Titular de Derecho Mercantil
Universidad Complutense de Madrid

SUMARIO¹:

I.	EL CONTEXTO REGULATORIO DE LAS OPAS: LA REGULACIÓN DE LAS CONCENTRACIONES DE EMPRESAS EN LA UNIÓN EUROPEA Y EN ESPAÑA.....	6
	A) La concentración de las empresas europeas como instrumento de competencia interior y exterior.....	6
	B) La regulación competitiva de las concentraciones intracomunitarias de empresas cotizadas.....	7
	C) La regulación societaria de las fusiones transfronterizas de sociedades de capital cotizadas.....	8
	D) La regulación mobiliaria de las ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs).....	9
II.	EL CAMBIO DEL SISTEMA ESPAÑOL DE LAS OPAS: DE LA OPA “A PRIORI” Y PARCIAL A LA OPA “A POSTERIORI” Y TOTAL.....	10
	A) El sistema de 1988: la OPA “a priori” y parcial.....	10
	B) El sistema de 2007: la OPA “a posteriori” y total.....	11
III.	TIPOS DE OPAS.....	15
	A) Clasificación sustancial: OPAs hostiles y OPAs amistosas.....	15
	B) Clasificación normativa: OPAs obligatorias y OPAs voluntarias. .	17
	1. Las OPAs obligatorias.....	17
	2. Las OPAs voluntarias.....	23
IV.	CONTRAPRESTACIONES Y GARANTÍAS DE LAS OPAS.....	23
	A) Contraprestaciones.....	23
	1. La reglas sobre su cuantía: el “precio equitativo” (art.60.1 LMV y art.9 RD 1066/2007).....	23

¹ Texto de la aportación a la obra colectiva “Mercado de Capitales”, Dir. Cabanellas de las Cuevas, Buenos Aires, Argentina, Ed. HELIASTA, 2008, Pendiente de publicación.

2. La reglas sobre su forma y los contratos resultantes: compraventa, permuta o canje o mixta (art.14 RD 1066/2007).	26
B) Garantías.....	27
V. EL PROCEDIMIENTO DE LAS OPAS.....	29
A) Presentación de la OPA por el oferente ante la CNMV.	29
B) Autorización de la OPA por la CNMV, publicación de la misma y apertura del plazo de aceptación.....	31
C) Informe del órgano de administración de la sociedad afectada e información a sus trabajadores.....	32
D) Autorizaciones exigidas por otros organismos supervisores o por las autoridades de defensa de la competencia.....	33
E) Incidencias de la OPA.	35
1. El condicionamiento de la eficacia de la OPA.	36
2. La modificación de las características de la OPA.	36
3. Las limitaciones de la actuación del oferente en el periodo de la OPA.	37
4. El desistimiento y el cese de efectos de la OPA (art.33 RD 1066/2007).	38
F) Aceptación y liquidación de la OPA.....	39
1. La aceptación de la OPA.	39
2. La liquidación de la OPA.....	40
VI. LAS DEFENSAS DE LA SOCIEDAD AFECTADA FRENTE A LAS OPAS.....	41
A) Defensas previas previstas en los estatutos o en pactos parasociales: su eventual neutralización.....	42
B) Defensas posteriores de los administradores de la sociedad afectada: su limitación.....	44
VII. LAS OPAS COMPETIDORAS.....	47
A) Noción y condiciones.....	47
B) Autorización, desistimiento y modificación de las OPAs competidoras.	49
C) Aceptaciones de las OPAs competidoras.....	51
D) Efectos colaterales de las OPAs competidoras para la sociedad afectada y sus administradores.	52
VIII. COMPRAVENTAS FORZOSAS DE VALORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA DERIVADAS DEL ÉXITO DE UNA OPA.	52
A) Supuesto de hecho y consecuencias jurídicas.	52

B) Procedimiento para las compraventas forzosas.	54
IX. SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN.....	56
A) Supervisión e inspección.	56
B) Sanciones civiles y administrativas de los incumplimientos en materia de OPAs.	56
1. Sanción civil.	56
2. Sanción administrativa.	58

I. EL CONTEXTO REGULATORIO DE LAS OPAS: LA REGULACIÓN DE LAS CONCENTRACIONES DE EMPRESAS EN LA UNIÓN EUROPEA Y EN ESPAÑA.

A) La concentración de las empresas europeas como instrumento de competencia interior y exterior.

La competencia de las empresas en la UE es un objetivo esencial tanto dentro de la propia Unión (aspecto tradicional de la competencia entre empresas ubicadas en los distintos Estados miembros dentro del mercado interior) como en los mercados exteriores (aspecto de importancia creciente de la competencia de las empresas comunitarias en los mercados globalizados)². La consecución de dicho objetivo de hacer más competitivas las empresas comunitarias exige abrir un espacio para que las mismas puedan reorganizarse y abordar procesos de reestructuración en condiciones de libertad y seguridad jurídica tanto para las propias empresas como para sus socios (cuando se organicen en forma de sociedades), sus trabajadores, sus acreedores y los consumidores en general³.

Una de las formas principales de reorganización de las empresas es la concentración de sus medios productivos. La consecución de una masa crítica mínima es, en muchos casos, presupuesto para competir eficientemente en mercados cada vez más amplios e interconectados. Se trata, en definitiva, de una manifestación del denominado “capitalismo molecular”. Esta concentración económica puede seguir cauces jurídicos distintos que produzcan como resultado la unificación de las empresas que se concentran en una sola persona jurídica, encontrándonos entonces ante una fusión de sociedades; o bien no conduzcan a tal unificación, sino a la coexistencia de sociedades con personalidades jurídicas independientes,

² Sobre el marco regulatorio de los diversos procedimientos de concentración de sociedades en la UE, nos remitimos, “in extenso”, a nuestra obra TAPIA HERMIDA, A.J., “Fusiones y OPAS transfronterizas”, Ed. Thomsom/ Aranzadi, Madrid 2007, pág.48 y ss.

³ Sobre estas relaciones entre competitividad, reestructuración y concentración de las empresas europeas, resultan muy ilustrativos los considerandos tanto del Reglamento por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (nº2157/2001) como del Reglamento comunitario de concentraciones (nº139/2004).

aunque concentradas por un principio de unidad de control, como sucede en el caso de las adquisiciones de participaciones significativas o de control en sociedades cotizadas en mercados secundarios de valores por parte de otras sociedades.

B) La regulación competitiva de las concentraciones intracomunitarias de empresas cotizadas.

La concentración de empresas se aborda, como fenómeno genérico, desde el punto de vista del Derecho de la competencia, con la finalidad de que los procesos de concentración no conduzcan a situaciones monopolísticas u oligopolísticas que redunden en una disminución de la competencia entre empresas con el consiguiente daño para el mercado interior.

En el Derecho comunitario, el Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas ("Reglamento comunitario de concentraciones")⁴ entiende, en su art.3, que *"se produce una concentración cuando tenga lugar un cambio duradero del control como consecuencia"* tanto de la fusión de dos o más empresas o partes de empresas anteriormente independientes como de la adquisición de participaciones en el capital o la compra de elementos del activo de empresas. La diferencia estructural jurídica entre ambos métodos reside en que, mientras la fusión desemboca en una persona jurídica única; la adquisición de participaciones o la compra de activos mantienen la independencia de las personas jurídicas preexistentes. Todo ello sin perjuicio de que la interpretación economicista del Reglamento de concentraciones por parte de la Comisión Europea conduce a albergar, bajo la noción de fusión, fusiones de derecho junto a fusiones de hecho que no conducen a la unificación jurídica indicada. Este Reglamento (CE) nº 139/2004 se aplicará a todas las concentraciones de dimensión comunitaria, tal y como se definen en su art.1.

⁴ DOUE 29.01.2004, pág. L24/1 y ss. Sobre los antecedentes, ver BRIONES, J. / FOLGUERA, J. / FONT, A. / NAVARRO, E., "El control de concentraciones en la Unión Europea. La

En el Derecho español, las concentraciones económicas abarcan las fusiones, las adquisiciones de participaciones y la creación de empresas en participación y quedan sometidas al control administrativo establecido en la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia cuando tengan dimensión nacional conforme al art.8 de dicha Ley.

C) La regulación societaria de las fusiones transfronterizas de sociedades de capital cotizadas.

El primero de los dos métodos de concentración entre empresas al que alude el art.3.1.a) del Reglamento nº 139/2004, mediante su integración en sentido propio, consiste en su fusión y es objeto de regulación también por el Derecho comunitario cuando aquellas empresas adopten la forma de sociedades de capital. La finalidad esencial de esta regulación comunitaria consiste en garantizar la protección de los derechos de los socios, de los trabajadores y de los acreedores de las sociedades implicadas en los procesos de fusión.

Es el Derecho comunitario de sociedades el que se ocupa de sus fusiones tanto para armonizar los procesos de fusiones internas en los distintos Estados miembros (mediante la Tercera Directiva de Sociedades 78/855/CEE) como para establecer los requisitos, procedimientos y efectos de las fusiones transfronterizas de sociedades de capital establecidas en diversos Estados comunitarios. Estas fusiones transfronterizas pueden dar lugar a sociedades de estatuto supranacional o doméstico. En el primer sentido, procede referirse al Reglamento (CE) nº 2157/2001 del Consejo de 8 de octubre de 2001 por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (SE)⁵

práctica de la Comisión Europea y las novedades introducidas en el Reglamento CEE 4064/89 por el Reglamento CE 1310/97", Madrid 1999.

⁵ DOUE 10.11.2001, pág. L294/1 y ss. Ver FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., "El Reglamento de la sociedad europea en el marco del Derecho comunitario de sociedades: consideraciones de política y técnica jurídicas", pág.19 y ss. y VELASCO SAN PEDRO, L.A., "Características generales de la sociedad europea. Fuentes de regulación, capital y denominación", pág.58 y ss., ambos en ESTEBAN VELASCO, G./FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (Coords.), "La sociedad anónima europea. Régimen jurídico societario, laboral y fiscal", Madrid/Barcelona 2004. Ver también, sobre el marco jurídico actual de las fusiones transfronterizas, URBANO, J./PAREJO, D., "Transformación, fusión y escisión de sociedades cotizadas", Capítulo XVII, en VIVES, F./PÉREZ-ARDÁ, J. (Coords.), "La sociedad cotizada", Madrid-Barcelona 2006, págs.874 y ss.

que contempla la fusión transfronteriza de sociedades anónimas como un método para constituir una SE (art.2.1 y sección 2 del título II)⁶ de forma semejante a como el Reglamento (CE) nº 1435/2003 del Consejo de 22 de julio de 2003 por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Cooperativa Europea (SCE)⁷ establece que una SCE podrá constituirse por fusión transfronteriza de sociedades cooperativas (art.2.1 y sección 2 del capítulo II). En el segundo sentido, procede referirse a la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de octubre de 2005 relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital⁸.

En el Derecho español, se promulga en 2005 la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España, cuyo régimen se completa después por la Ley 31/2006, de 18 de octubre, sobre implicación de los trabajadores en las sociedades anónimas y cooperativas europeas. Se encuentra pendiente de adaptación la Directiva 2005/56/CE sobre fusiones transfronterizas.

D) La regulación mobiliaria de las ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs).

El segundo de los dos métodos de concentración entre empresas tipificados en el art.3.1.b del Reglamento (CE) nº 194/2004, cuando se realiza mediante la adquisición de participaciones de control en sociedades cotizadas, merece la atención del Derecho comunitario mediante la armonización del régimen de las ofertas públicas de adquisición en los Estados comunitarios con la finalidad esencial de garantizar la igualdad de trato de sus socios ante la generación de una prima de control a resultados de la adquisición señalada⁹.

⁶ SEQUEIRA MARTÍN, A., "La constitución mediante fusión de la sociedad anónima europea (SE)", pág.300 y ss. en ESTEBAN VELASCO, G./FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (Coords.), "La sociedad anónima europea. Régimen jurídico societario, laboral y fiscal", Madrid/Barcelona 2004.

⁷ DOUE 18.08.2003, pág. L207/1 y ss.

⁸ DOUE 25.11.2005, pág. L310/1 y ss.

⁹ Ver GARRIDO GARCÍA, J.M., "La Oferta Pública de Adquisición de acciones en el Derecho Europeo", en Noticias de la Unión Europea, 2006, nº.252, pág.75 y ss. y GRUPO DE EXPERTOS DE ALTO NIVEL DE DERECHO DE SOCIEDADES DE LA UNIÓN EUROPEA, "Informe

En este sentido, la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a las ofertas públicas de adquisición¹⁰ extiende su ámbito de aplicación a las OPAs sobre valores de una *“sociedad sujeta al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado (art.1.1)”*.

A continuación, nos ocuparemos en detalle de esta Directiva 2004/25/CE y de su incorporación al Derecho español.

II. EL CAMBIO DEL SISTEMA ESPAÑOL DE LAS OPAS: DE LA OPA “A PRIORI” Y PARCIAL A LA OPA “A POSTERIORI” Y TOTAL.

A) El sistema de 1988: la OPA “a priori” y parcial.

Sin perjuicio de que existieron anteriores regulaciones de las OPAs en el Derecho español, los antecedentes inmediatos del régimen vigente parten de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV) desarrollada por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, modificado en varias ocasiones. Este sistema se caracterizaba por dos rasgos esenciales (que después veremos que han variado en el régimen vigente): primero, exigía la OPA “a priori” en el sentido de que la formulación de la OPA era obligatoria para quien pretendía adquirir una participación significativa igual o superior a un 25% del capital de una sociedad cotizada, esto es, la OPA era el método

sobre las OPAs de 10-1-2002” (traducción de José María Garrido), en la RDBB nº.89, 2003, pág.277 y ss.

¹⁰ DOUE 30.04.2004, pág. L142/12 y ss. Ver SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas”, en AA.VV. “Convergencias y paralelismos en el Derecho de sociedades y en el Derecho concursal en el marco Estados Unidos-Unión Europea. III Seminario Harvard-Complutense de Derecho de los Negocios”, Madrid/Barcelona/Buenos Aires 2007, pág.77 y ss.; ALONSO UREBA, A. / PALÁ LAGUNA, R. “La posición común de la Unión Europea en materia de OPAs (hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)”, en Derecho de Sociedades. Libro homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero, Vol. III, Madrid 2002, págs. 2502 y ss.; BOLKESTEIN, F., “Un marco europeo para las ofertas públicas de adquisición”, en la Revista Iberoamericana de Mercados de Valores, nº 9, Julio 2003, págs.5 y ss.; y COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, “Report of the implementation of the Directive on Takeover Bids. Commission Staff Working Document”, Brussels, 21.02.2007, SEC(2007) 268.

previo para adquirir el control; y, segundo, admitía las OPAs parciales, en el sentido de que podían dirigirse a todo o a parte del capital de la sociedad cotizada objeto de la OPA en función de los porcentajes de capital con derecho a voto que se quisieran adquirir¹¹.

B) El sistema de 2007: la OPA “a posteriori” y total.

Los principios del sistema de 1988/2001 no estaban adaptados a los establecidos por la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición que define la OPA como la *“oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de los valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al derecho nacional”* (art.2.1.a). Esta Directiva parte de unos principios generales (de trato equivalente e información suficiente de los accionistas de la sociedad afectada, art.3) e impone la OPA obligatoria con un precio equitativo para proteger a los accionistas minoritarios (art.5). Además, se ocupa de la autoridad supervisora competente y del derecho aplicable (art.4), de la información sobre la OPA (mediante un folleto, art.6), del plazo de aceptación (que no podrá ser inferior a 2 semanas ni superior a

¹¹ Para una exposición detallada del anterior sistema, ver nuestras obras TAPIA HERMIDA A.J., “Derecho del Mercado de Valores”, Ed. Cálamo, Barcelona 2003, pág.299 y ss. y “Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores en el Ordenamiento Jurídico Español”, en MASCAREÑAS, (Dir.), “Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas” 2ª Ed., McGraw-Hill, Madrid 1996, pág.333 y ss. Ver también, CNMV, “Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles”, Madrid (1999); ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., “Artículo 1.- Oferta pública de adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa”, en SANCHEZ CALERO, F. (Dir.), “Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991”, vol. I, Madrid 1993, págs. 27 y ss.; Id., “Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores”, en Derecho de Sociedades. Libro homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero, Vol. III, Madrid 2002, págs. 3031 y ss.; PEREZ RENOVALES, J., “Las ofertas públicas de adquisición de valores”, en URÍA, F. (Coord.), “Régimen jurídico de los mercados de valores y de las Instituciones de Inversión Colectiva”, Madrid 2006, pág.615 y ss.; y SÁNCHEZ ANDRES, A. “Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española” en, AAVV, La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición, Bilbao (1992), págs.3 y ss. y “Ofertas públicas de adquisición y defensa de la competencia”, en “Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont”, Tomo III, Valencia 1995, págs. 3371 y ss.

10, art.7), de la publicidad de la OPA (art.8), de la regla de pasividad que incumbe a los administradores de la sociedad afectada (art.9), de la eventual neutralización de las barreras anti-OPA, consistentes en restricciones a la transferencia de acciones y al derecho de voto (art.11), de la información y consulta a los representantes de los trabajadores (art.14), de la venta y compra forzosas (arts.15 y 16), etc.

Por lo anterior, el sistema de 1988/2001 ha debido adaptarse a las exigencias de armonización comunitaria mediante un nuevo sistema de 2007 de regulación de las OPAs que se contiene en el Capítulo V del Título IV de la LMV (cuya redacción se ha visto modificada y ampliada por la Ley 6/2007)¹² que trata “de las ofertas públicas de adquisición”¹³. La regulación legal de las OPAs se completa con la referencia contenida en el art. 34 de la misma LMV a las OPAs de exclusión y con la referencia del art.170 de la LSA a las OPAs en los casos de reducción del capital de las sociedades cotizadas mediante la adquisición de las propias acciones.

La adaptación del Derecho español a la normativa comunitaria se ha visto culminada con el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores que consta de 50 artículos, distribuidos en 11 Capítulos¹⁴. Además, contiene dos disposiciones adicionales (sobre la “oferta obligatoria para determinados aumentos en la participación de una sociedad cotizada” y sobre la “publicación del calendario de días de negociación”), una disposición transitoria (sobre la “celebración de

¹² Ver SANCHEZ CALERO, F., “Líneas generales del nuevo régimen sobre las OPAs”, RDBB nº 106, 2007, pág.9 y ss.; y GUERRA MARTIN, G., “La trasposición al Derecho español de la Directiva sobre OPAs (El Proyecto de Ley de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley del Mercado de Valores)”, en la RdS nº.27, 2006-2, pág.163 y ss.

¹³ Con el contenido siguiente: art.60, “ofertas públicas de adquisición obligatorias”, art.60 bis, “obligaciones de los órganos de administración y dirección”, art.60 ter, “medidas de neutralización opcionales”, art.60 quáter, “Compraventas forzosas” y art.61, “ofertas públicas de adquisición voluntarias”.

¹⁴ El I, sobre su “ámbito de aplicación”, el II, sobre la “oferta pública de adquisición cuando se alcanza el control”, el III, sobre “otros supuestos de ofertas públicas de adquisición: exclusión de negociación, reducción de capital mediante adquisición de acciones propias y ofertas voluntarias”, el IV, sobre “contraprestaciones y garantías de la oferta”, el V, sobre el “anuncio, presentación y autorización de la oferta”, el VI, sobre las “defensas frente a las ofertas públicas de adquisición”, el VII, sobre la “modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta”, el VIII, sobre la “aceptación de la oferta y liquidación de las operaciones”, el IX, sobre las “ofertas competidoras”, el X, sobre las “compraventas forzosas” y el XI sobre el “régimen de supervisión, inspección y sanción”.

la Junta General de accionistas para la decisión sobre las medidas de neutralización”), una disposición derogatoria y cuatro finales; junto un anexo con el “contenido del folleto”.

Los principios esenciales de este nuevo sistema de 2007 vigente son los siguientes: imposición del deber de formular una OPA obligatoria, “a posteriori” (tras la adquisición del control) y total (porque debe dirigirse a todas las acciones y valores que den derecho a su adquisición o suscripción y a todos sus titulares)¹⁵, a un precio equitativo, por quien alcance el control de una sociedad cotizada¹⁶; aplicación de las reglas de procedimiento generales a las OPAs voluntarias, que deben dirigirse a todos los titulares de valores con voto de la sociedad cotizada, aunque pueden dirigirse a un número de valores inferior al total¹⁷; sanción específica para aquellas adquisiciones que no respeten el procedimiento de la OPA, consistente en la privación de los derechos políticos derivados de las acciones así adquiridas. Complementan esta sanción primaria la declaración legal de la nulidad de los acuerdos adoptados desconociendo la privación precedente, así como la legitimación legal de la CNMV para el ejercicio de las acciones de impugnación correspondientes. Este régimen sancionador --con consecuencias jurídico-privadas sobre la vida social interna de la sociedad afectada-- previsto en el art. 60.3 de la LMV; coexiste con la tipificación --en las letras r), r bis) y r.ter)

¹⁵ Respecto del alcance total de la OPA, ha de tenerse en cuenta que, aun cuando las OPAs deben dirigirse por imperativo legal al 100% del capital de la sociedad afectada, en la práctica, el alcance efectivo será menor en muchas ocasiones ya que habrá que descontar el porcentaje que posee el oferente y que este debe inmovilizar y los paquetes de acciones que hayan sido inmovilizados expresamente por otros accionistas. En este sentido, interesa destacar el caso de la OPA formulada por Undertake Options SLU - sociedad limitada unipersonal titularidad al 100% del Sr. Román Sanahuja Pons- sobre Metrovacesa que, estando formulada, en teoría sobre el 100% del capital de dicha sociedad, se dirigió efectivamente sobre el 13,37% de aquel capital, ya que el oferente era titular del 70,51% del capital y otro 16,12% del capital (incluida la autocartera) había sido inmovilizado por otros accionistas (ver el anuncio publicado en la prensa del 17.03.2008).

¹⁶ Como ejemplo de OPA obligatoria dirigida a la totalidad de las acciones con derecho a voto de la sociedad afectada podemos citar la OPA de acciones de Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. formulada por Suez Environnement S.A., Criteria Caixacorp, S.A. y una sociedad participada por ambas denominada Hisusa que se dirigió al 100% de las acciones de SGAB, excluyendo el 56,46% del capital que ya estaba en manos de los oferentes (v. anuncio comunicado a la CNMV el 21.12.2007).

¹⁷ Como ejemplo de OPA voluntaria dirigida a la totalidad de las acciones con derecho a voto de la sociedad afectada podemos citar la formulada por ITOH, sociedad íntegra e indirectamente participada por Imperial Tobacco Group, Plc., sobre el 100% del capital de ALTADIS (v. anuncio comunicado a la CNMV el 05.11.2007 y publicado en Expansión del 09.11.2007).

del art. 99 de la misma LMV-- como infracciones muy graves de las conductas consistentes en el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los arts.60 y 61, 60 bis y 60 ter, además del art.34, de la LMV que producirán las consecuencias sancionadoras previstas en el art. 102 y concordantes de la misma LMV.

Por último, dada la dimensión transfronteriza que tienen las OPAs con frecuencia, es importante recordar que la regulación española de las OPAs se aplica a aquellas sociedades cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España. Aunque también puede aplicarse a las sociedades que no tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado regulado en el Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad tenga su domicilio social, en determinados casos (cuando los valores de la sociedad sólo estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español, cuando la primera admisión a negociación de los valores en un mercado regulado lo haya sido en un mercado secundario oficial español, etc.) y a las sociedades que tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español, con el alcance previsto reglamentariamente (art.60.1 LMV)¹⁸.

¹⁸ En relación con lo anterior, es importante citar el ejemplo de la OPA voluntaria formulada con la nueva regulación de acciones de ALTADIS, S.A. formulada por ITOH, sociedad íntegra e indirectamente participada por Imperial Tobacco Group, Plc. (v. anuncio comunicado a la CNMV el 05.11.2007 y publicado en Expansión del 09.11.2007 y publicado en Expansión del 09.11.2007). Esta OPA se formuló en España, respecto de las acciones de ALTADIS admitidas a cotización en las Bolsas españolas y en el SIBE, y en Francia respecto de las que se cotizaban en EUROLIST por EURONEXT Paris. Si bien en el anuncio se aclaraba que “por ser ALTADIS una sociedad domiciliada en España, conforme a lo dispuesto en la normativa aplicable, la autoridad competente para examinar el folleto y autorizar la oferta es la CNMV (y no la autoridad francesa de los mercados financieros, AMF)”. Ver GARCIMARTÍN ALFEREZ, F.J., “Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones: problemas de ley aplicable”, en RdS nº 25, 2005-2, pág.110 y ss.

III. TIPOS DE OPAS

A) Clasificación sustancial: OPAs hostiles y OPAs amistosas.

Desde una primera perspectiva sustancial, es posible distinguir las OPAs hostiles de las OPAs amistosas; atendiendo a la existencia o no de un conflicto entre los intereses del oferente y de la sociedad afectada, de sus administradores o de sus accionistas. Esta distinción tiene sentido ante las OPAs formuladas por un oferente que pretenda adquirir el control de una sociedad cotizada; pero no ante OPAs con finalidades diversas a las que más abajo nos referimos (por ejemplo, OPAs de exclusión de la negociación).

A tal efecto, es posible diferenciar tres tipos de intereses en las sociedades cotizadas: 1º. El interés social, como interés común de los socios, que se corresponde generalmente con los proyectos productivos a medio o largo plazo en que está comprometida la sociedad. 2º. El interés de los administradores, que puede coincidir con el anterior, pero que tiende a anticipar al mismo el interés por la perpetuación en sus cargos de gestión. La tendencia de este interés específico de los gestores a devenir autónomo, no sólo respecto a los propietarios de la empresa (los accionistas), sino incluso con referencia a la eficiencia de la empresa en si misma considerada, encuentra su fundamento en el movimiento que ha sido denominado como la "revolución de los managers". 3º. El interés de los accionistas que adquiere matices radicalmente diversos según se trate de los accionistas de control (que designan a los gestores y cuyas acciones tienen un doble valor, político y de inversión económica) o de los accionistas inversores, absentistas o externos (que, lejos de cualquier pretensión de dominio, valoran sus acciones como una mera inversión desactivada de poder político en la sociedad).

Pues bien, ante la formulación de una OPA por un oferente externo, las reacciones de estos grupos de sujetos pueden coincidir o divergir claramente. Por regla general, hay una tendencia de los administradores y de los accionistas de control a calificar de hostil toda OPA que pretenda alterar el estado de control social y, en las medidas defensivas que suelen utilizar,

hay una tendencia --consciente o inconsciente-- a identificar los intereses sociales con sus particulares intereses. Por contra, los accionistas inversores están, por regla general, bien dispuestos a aceptar una OPA formulada en unas condiciones de precio atractivas, puesto que, en estos casos, no influye valoración política alguna sino una simple valoración económica. Conforme a la idea anterior, serán amistosas aquellas OPAs en las que exista un acuerdo expreso o tácito entre el oferente y la sociedad afectada, representada a tales efectos por sus administradores¹⁹; mientras que serán hostiles aquellas OPAs en las que se produzca un conflicto entre el interés del oferente por adquirir una participación significativa y los intereses de los gestores por perpetuar su control social²⁰. No faltan, en la práctica, ejemplos de OPAs “mutantes” que, naciendo hostiles por apreciar los administradores de la sociedad afectada que el precio es insuficiente, se tornan amistosas cuando el oferente revisa al alza el precio que ofrece²¹.

El Derecho español y el Derecho comunitario establecen la necesidad de que este conflicto se resuelva en favor del interés social que se identifica con el

¹⁹ En la práctica podemos citar, como ejemplo de OPA voluntaria amistosa la formulada por NEFINSA sobre el 100% del capital de URALITA, S.A. que mereció una opinión unánime positiva del Consejo de la Sociedad afectada en su Informe de 15 de noviembre de 2007 (v. el anuncio de la OPA en Expansión del 09.11.2007 y del Informe del Consejo de Administración de URALITA en Expansión del 20.11.2007). En el mismo sentido, el Consejo de Metrovacesa, tras examinar la contraprestación ofrecida en la OPA de Undertake Options SLU y calificarla de equitativa y razonable (“fair”), formuló un *“juicio favorable sobre la oferta, considerando que es positiva para los accionistas de la Sociedad”* (v. el anuncio del Informe del Consejo de Administración en la prensa del 19.03.2008).

²⁰ Un caso particularmente interesante es el del Auto nº 38/2008, del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Bilbao, de 25 de marzo de 2008 que estimó la solicitud de medidas cautelares “inaudita parte” que solicitó la sociedad cotizada española IBERDROLA para que Electricité de France (EDF) cesara de hacer manifestaciones ambiguas e informaciones contradictorias sobre una eventual intención de formular una OPA sobre la empresa española con vistas a su posterior desmembración por considerar que la empresa gala, con tales manifestaciones, estaba cometiendo actos de competencia desleal.

²¹ Resulta interesante como ejemplo de OPA mutante la OPA voluntaria de acciones de ALTADIS, S.A. formulada por ITOH, sociedad íntegra e indirectamente participada por Imperial Tobacco Group, Plc. En el anuncio en el folleto se relata cómo el Consejo de Administración de ALTADIS rechazó las propuestas previas del oferente por 45 y 47 euros por acción, realizadas, respectivamente, el 15.03.2007 y el 10.04.2007 y cómo finalmente Imperial Tobacco y ALTADIS firmaron una carta en relación con la OPA a un precio de 50 euros por acción (v. anuncio comunicado a la CNMV el 05.11.2007 y publicado en Expansión del 09.11.2007). En todo caso, el Informe del Consejo de Administración de ALTADIS de 14 de noviembre de 2007, aun cuando expreso su opinión favorable sobre los compromisos asumidos por la oferente, mantuvo ciertas reservas, por incertidumbre, sobre las consecuencias que la OPA tendrían sobre el empleo (v. el anuncio del Informe en Expansión del 16.11.2007).

de la comunidad de accionistas y, así, se exige que los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada cuenten con la autorización de la junta general de accionistas antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la OPA (veremos más adelante las "obligaciones de los órganos de administración y dirección" del art.60 bis de la LMV y la "limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo" en el art. 28 del RD 1066/2007).

B) Clasificación normativa: OPAs obligatorias y OPAs voluntarias.

Si clasificamos las OPAs conforme a un criterio normativo, podemos distinguir entre OPAs obligatorias y OPAs voluntarias. El régimen fundamental de las OPAs se basa en la necesidad de respetar la igualdad de trato entre los accionistas de una sociedad cotizada con ocasión de la generación de una "prima de control" como consecuencia de la transmisión del control. En consecuencia, exige la imposición de una obligación de formular una OPA al sujeto que alcance el control de una sociedad cotizada, lo cual no excluye la posible sumisión voluntaria al procedimiento legalmente previsto. De esta constatación se deriva el primer criterio clasificatorio que distingue entre OPAs obligatorias y voluntarias:

1. Las OPAs obligatorias.

Podemos subdividir estas OPAs obligatorias atendiendo a su finalidad o causa:

a) OPAs que tienen como causa la adquisición del control de la sociedad afectada que se alcanza conforme a dos criterios alternativos (art.60.2 LMV y art.4 RD 1066/2007):

- Cuantitativo, consistente en alcanzar el porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30% de la sociedad afectada²², estableciéndose los criterios reglamentarios de cómputo de los derechos de voto que se atribuirán a una misma persona, entre los que se incluyen los que estén en poder de otras personas: así los derechos de voto que pertenezcan al mismo grupo, los de las personas que actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con ella, los que esa persona pueda ejercer de manera libre y duradera en virtud de un poder conferido por los propietarios o titulares de las acciones y los derechos de voto correspondientes a acciones poseídas por persona interpuesta. Además, se incluirán tanto los derechos de voto procedentes de la titularidad dominical de acciones como los derivados de usufructo, prenda o cualquier otro título contractual (art.5 RD 1066/2007).

- Cualitativo, consistente en la designación de más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada estableciéndose reglamentariamente los casos en los que se presumirá, salvo prueba en contrario, que el titular de la participación ha designado miembros del órgano de administración (art.6 RD 1066/2007).

El control de la sociedad afectada puede adquirirse: bien de una forma directa e inmediata; o bien de una forma indirecta o sobrevenida, estableciéndose reglamentariamente (art.7 del RD 1066/2007) estos últimos supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas, entre los que mencionan los siguientes:

- La fusión o toma de control de otras sociedades o entidades que, aun cuando no sean cotizadas, participen directa o indirectamente en el capital de una tercera sociedad cotizada y mediante la fusión o toma de control de aquellas sociedades o entidades se alcance el porcentaje de control en la

²² Como ejemplo de OPA obligatoria formulada con la nueva regulación podemos citar la OPA de acciones de Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. formulada por Suez Environnement S.A., Criteria Caixacorp, S.A. y una sociedad participada por ambas denominada Hisusa que se formuló como consecuencia de la toma de control por las oferentes del 56,46% de la sociedad afectada (v. anuncio comunicado a la CNMV el 21.12.2007).

sociedad cotizada. Se impone la obligación de formular la OPA en los 3 meses siguientes a la fusión o toma de control.

- Las reducciones de capital de una sociedad cotizada que lleven a algún accionista a alcanzar los porcentajes de derecho de voto que impliquen el control.

- Los supuestos de canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones de una sociedad cotizada resultas de la adquisición de valores o instrumentos financieros que lleven a algún accionista a alcanzar los porcentajes de derecho de voto que impliquen el control.

- Los supuestos de variaciones en la autocartera de una sociedad cotizada que lleven a algún accionista a alcanzar los porcentajes de derecho de voto que impliquen el control.

- Los supuestos en los que una entidad financiera u otra persona alcancen los porcentajes de derecho de voto que impliquen el control de una sociedad cotizada a resultas del cumplimiento de un contrato o compromiso de aseguramiento de una emisión o de una OPV de valores de aquella sociedad cotizada.

La obligación de formular una OPA puede no darse por dos razones:

- Porque no llega a nacer, ya que no producirán obligación de formular una OPA "las adquisiciones u otras operaciones que entrañen una mera redistribución de derechos de voto cuando sigan atribuidos a una misma persona" así como la adquisición de valores e instrumentos financieros que den derecho a la suscripción conversión, canje o adquisición de acciones que lleven aparejados derechos de voto "hasta que no se produzca la suscripción conversión, canje o adquisición" (art.5.4 RD 1066/2007).

- Porque se excluye expresamente, lo que sucede en determinados supuestos que se tipifican reglamentariamente (art.8 del RD 1066/2007) por varias clases de razones:

-- Aquellos en que está implicado un interés público como en el caso de las adquisiciones u otras operaciones de los Fondos de Garantía de Depósitos, del Fondo de Garantía de Inversiones, del Consorcio de Compensación de Seguros, o de otras instituciones similares legalmente establecidas; las adquisiciones y operaciones que derivan de la aplicación de la Ley de Expropiación Forzosa; y las que deriven del ejercicio de facultades de Derecho público por las autoridades competentes.

-- Aquellos otros supuestos en que desaparece el interés abstractamente tutelado porque "todos los titulares de valores de de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas o parte de las acciones o otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de oferta pública de adquisición". Cabría incluir aquí las adquisiciones gratuitas "mortis causa" o "inter vivos" cuando concurran en el adquirente determinadas condiciones; y los casos en los que el control se ha adquirido bien tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores y a un precio equitativo o bien a resultas de una fusión, en las condiciones reglamentariamente previstas.

-- Los supuestos en que existe un interés privado preferente, tales como "las adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente, aunque no este en concurso, siempre que se trate de operaciones concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad".

b) OPAs con finalidades específicas, que pueden ser:

b.1) OPA en caso de exclusión de la negociación.

El hecho determinante de la obligación de formular este tipo de OPAs viene constituido por el acuerdo de una sociedad cotizada de excluir sus acciones

de la negociación en los mercados secundarios oficiales, salvo dispensa de la CNMV a la formulación de la OPA (art. 34.5 LMV).

Este tipo de OPA ofrece peculiaridades tanto en sus elementos subjetivos como en sus elementos objetivos (art. 10 RD 1066/2007):

- En sus aspectos subjetivos, se trata de OPAs "reflexivas" por cuanto, por regla general, coinciden en una misma sociedad los papeles de oferente y de sociedad afectada; aun cuando puede actuar como oferente otra persona o entidad que cuente con la aprobación de la Junta General de la sociedad afectada por la exclusión. En cuanto a sus destinatarios, esta OPA de exclusión deberá extenderse a todos los titulares de acciones de la sociedad cotizada, de derechos de suscripción de acciones y de obligaciones convertibles o canjeables en ellas. Cabe excluir a los titulares que hubieran votado a favor de la exclusión en la Junta General e inmovilicen sus valores durante el plazo de aceptación de la OPA.

- En sus aspectos objetivos, dado que la sociedad afectada es un oferente "forzado" y dado que, por lo tanto, cabe presumir la inexistencia de cualquier interés por su parte en adquirir sus propias acciones; se adoptan dos cautelas esenciales en protección de sus accionistas minoritarios y del resto de destinatarios de la OPA: solo podrán formularse como compraventas de modo tal que la contraprestación ha de consistir en su totalidad en dinero y el precio -que ha de ser fijado por la sociedad emisora de los valores a excluir y justificado en un informe específico de valoración de los administradores- no podrá ser inferior del precio equitativo genérico y el que resulte de tomar en cuenta una serie de valores reglamentariamente previstos (valor teórico contable de la sociedad, valor liquidativo, cotización media ponderada del último semestre, etc.)²³.

²³ En cuanto al precio en las OPAs de exclusión, cabe citar la Sentencia de la Sala Tercera del TS de 23.05.2005 (RJ 2005/4382) que confirmó la Sentencia de la Sección 6ª de la AN de 22.02.2002 que desestimó el recurso contencioso interpuesto por accionistas minoritarios de la Sociedad Financiera y Minera contra el acuerdo de la CNMV de autorización de una OPA de exclusión. Los hechos consistieron en que una sociedad francesa formuló una OPA de adquisición de control sobre de la Sociedad Financiera y Minera con el compromiso de mantener la cotización de las acciones durante un periodo mínimo de 18 meses. Pasado dicho periodo, aquella Sociedad formuló una OPA de

No será preciso formular la OPA de exclusión cuando se den las condiciones para el ejercicio de las compraventas forzosas (art.60 quater LMV y art.47 RD 1066/2007), cuando todos los titulares de los valores relevantes acuerden por unanimidad la exclusión de la negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de OPA, cuando se produzca la extinción de la sociedad y sus accionistas se conviertan en accionistas de otra sociedad cotizada, cuando se hubiera realizado antes una OPA total o cuando la Junta General de Accionistas y, en su caso, la Asamblea de Obligacionistas de la sociedad emisora de los valores a excluir acuerden un procedimiento que, a juicio de la CNMV, sea equivalente a la OPA de exclusión en cuanto proteja los intereses de los titulares de los valores afectados (art.11 RD 1066/2007).

b.2) OPA en caso de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias.

En el caso de que la reducción del capital de una SA cotizada hubiere de realizarse mediante la compra de las acciones por la propia SA para su amortización, el trato equitativo de los accionistas obliga a ésta a formular una OPA²⁴; salvo que la compra se efectúe conforme a programas de recompra y estabilización de instrumentos financieros, sin exceder del 10% del capital con derecho a voto de la sociedad y conforme a la exención prevista en el Reglamento (CE) nº, 2273/2003. (art. 170 LSA y art. 12.1 RD 1066/2007).

exclusión de cotización que fue autorizada por acuerdo del Consejo de la CNMV de 16.12.1998 porque su precio se ajustaba a los criterios de valoración del artículo 7 del RD de 1991 entonces vigente. Un grupo de accionistas minoritarios de la Sociedad interpuso el recurso contencioso contra este acuerdo porque el precio de la OPA de exclusión no había incluido una indemnización por pérdida de liquidez ni el efecto financiero del tiempo transcurrido entre la primera y la segunda OPA. La Sentencia del TS desestima el recurso por entender que la CNMV cumplió sus funciones al utilizar los criterios reglamentarios, sin incluir otros adicionales y que, en todo caso, los perjuicios sufridos por los accionistas minoritarios podrían encontrar satisfacción ante la jurisdicción civil por la vía de la LSA.

²⁴ Cabe citar el ejemplo de la OPA de acciones de Metrovacesa formulada por la propia sociedad para su posterior amortización que se dirigió al 60,39% de su capital social ofreciendo en contraprestación acciones de Gecina cotizadas en EURONEXT Paris con una ecuación de canje de 0,584957 acciones de Gecina por cada acción de Metrovacesa (v. anuncio de Expansión de 20.09.2007).

2. Las OPAs voluntarias.

Estas OPAs voluntarias podrán formularse por un número de valores inferior al total, al precio equitativo, debiendo ser autorizadas por la CNMV, dirigirse a todos los titulares de los valores relevantes y sujetarse a las reglas y procedimientos previstos para las OPAs obligatorias, pudiendo sujetarse a determinadas condiciones, tales como la aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales por la sociedad afectada, aceptación de la OPA por un mínimo de valores, aprobación de la OPA por la junta general de la sociedad oferente u otra análoga que se considere adecuada por la CNMV (art. 61 LMV y art.13 RD 1066/2007)²⁵.

IV. CONTRAPRESTACIONES Y GARANTÍAS DE LAS OPAS.

A) Contraprestaciones.

El oferente, en una OPA, ha de respetar dos tipos de reglas relativas a la contraprestación:

1. La reglas sobre su cuantía: el “precio equitativo” (art.60.1 LMV y art.9 RD 1066/2007).

El oferente debe formular su OPA a un “precio equitativo” que se equipara, en principio y como mínimo, al precio más elevado pagado por el oferente o por personas concertadas con él en el periodo de los doce meses previos al anuncio de la OPA; incluyéndose el importe íntegro de la contraprestación que en cada caso haya pagado o acordado pagar el oferente o las personas

²⁵ Como ejemplo de OPA voluntaria formulada con la nueva regulación podemos citar la OPA de acciones de ALTADIS, S.A. formulada por ITOH, sociedad íntegra e indirectamente participada por Imperial Tobacco Group, Plc., cuyo carácter voluntario obedeció a que la oferente no había alcanzado una participación de control en la sociedad afectada (v. anuncio comunicado a la CNMV el 05.11.2007 y publicado en Expansión del 09.11.2007). También podemos citar, como ejemplo de OPA voluntaria amistosa, la formulada por NEFINSA sobre el 100% del capital de URALITA, S.A. (v. el anuncio de la OPA en Expansión del 09.11.2007).

que actúen en concierto con él²⁶. En concreto, se aplicarán determinadas reglas reglamentarias para los casos especiales en que la compraventa fuese ejecución de un derecho de opción de compra o de venta previo, en el caso de otros instrumentos financieros derivados, en los casos en que los precios de ejercicio se calculan en relación con varias operaciones, cuando la adquisición de los valores se haya efectuado a través de un canje o conversión, etc. (art.9.2 RD 1066/2007).

Ahora bien, cuando ese precio más elevado pudiera no ser equitativo o significativo en el caso concreto, la CNMV podrá para modificar el precio así calculado atendiendo a determinadas circunstancias y criterios. Entre las circunstancias, la LMV (art.60.1) permite incluir las mencionadas en la Directiva, que aluden a los precios de referencia y que se refieren a los casos siguientes: que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre comprador y el vendedor; que los precios de mercado de los valores relevantes hayan sido manipulados; que los precios de mercado en general o de determinados valores en particular se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales; o que se pretenda favorecer el saneamiento de una sociedad. El RD 1066/2007 (art.9.4) ha desarrollado las circunstancias siguientes: que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el período de referencia se haya visto afectada por el pago de un dividendo, una operación societaria o algún acontecimiento extraordinario que permita realizar una corrección objetiva del precio equitativo; que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el período de referencia presentase indicios razonables de manipulación, que hubieran motivado la incoación de un procedimiento sancionador por la Comisión Nacional del Mercado de Valores por infracción de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la

²⁶ En la OPA formulada por Undertake Options SLU -sociedad limitada unipersonal titularidad al 100% del Sr. Román Sanahuja Pons- sobre Metrovacesa se ofreció una contraprestación de 83,21 euros por acción añadiendo que se correspondía con el precio más alto pagado por el Grupo Sanahuja -que lideraba el oferente sustancial- en los 12 meses previos al anuncio de la OPA, en particular, se correspondía con el precio pagado por aquel Grupo para la suscripción de acciones de Metrovacesa en el seno del aumento de capital para el restablecimiento de los fondos propios, inscrito en el RM el 16.11.2007; y, aunque el Consejo de Administración de Metrovacesa acordó el 19.12.2007 un reparto de dividendo a cuenta de los beneficios del ejercicio 2007 de 2 euros, dado que ese dividendo se pagaría transcurridos 15 días de la liquidación de la OPA, el mismo no se descontaba de la contraprestación (ver al anuncio publicado en la prensa del 17.03.2008).

LMV; que el precio equitativo hubiera sido inferior al rango de cotización de los valores en el día de la adquisición determinante de dicho precio, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser menor que el límite inferior de dicho rango; que el precio equitativo corresponda a una adquisición por un volumen no significativo en términos relativos y siempre que haya sido realizada a precio de cotización en cuyo caso se estará al precio más elevado pagado o acordado en las restantes adquisiciones del período de referencia; que las adquisiciones del período de referencia incluyan alguna compensación adicional al precio pagado o acordado, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación; o que la sociedad afectada se encuentre, de forma demostrable, en serias dificultades financieras, en cuyo caso, la contraprestación de la oferta deberá ser aquella que resulte de aplicar los métodos de valoración del artículo 10 del RD 1066/2007.

En tales casos, la CNMV podrá requerir al oferente un informe sobre los métodos y criterios de valoración utilizados para determinar aquel “precio equitativo”, pudiendo incluirse, entre otros, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad, el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, el valor teórico contable de la sociedad y otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas²⁷.

El ejercicio de tal facultad por la CNMV debe venir acompañada de la pertinente motivación y publicidad en su página web. En todo caso, queda al desarrollo reglamentario la concreción de estos extremos.

²⁷ En la OPA voluntaria amistosa la formulada por NEFINSA sobre el 100% del capital de URALITA, S.A. se ofreció un precio de 7,06 euros por acción, que se calificó, por Santander Investment, en su “fairness opinión” de 23 de octubre de 2007, de “razonable y equitativo para los accionistas de URALITA (.), no resulta inferior al calculado conforme a las reglas de valoración que se establecen en los artículos 9 y 10 del Real Decreto 1066/2007”. (v. el anuncio de la OPA en Expansión del 09.11.2007).

2. La reglas sobre su forma y los contratos resultantes: compraventa, permuta o canje o mixta (art.14 RD 1066/2007).

En cuanto a la forma de la contraprestación, nuestro sistema permite, por regla general, que el oferente formule su OPA con tres tipos de contraprestaciones alternativas:

- Con contraprestación dineraria, como compraventa, en tal caso el precio en dinero se expresará en euros por cada valor unitario²⁸.

- Con contraprestación de otros valores, emitidos o pendientes de emisión; como permuta o canje²⁹. Las permutas serán claras en cuanto a la naturaleza, valoración y características de los valores que se ofrezcan en canje, así como en cuanto a las proporciones en que hayan de producirse y, en tales casos, el oferente deberá indicar el precio en efectivo equivalente que resulta de aplicar a la ecuación de canje la cotización media ponderada de los valores entregados en canje correspondiente al trimestre anterior al anuncio previo de la oferta, determinado por la CNMV. Cuando la contraprestación ofrecida consista, total o parcialmente, en valores a emitir por la sociedad oferente, el órgano de administración, en la misma sesión en que acuerde formular la oferta, deberá acordar la convocatoria de la Junta General que habrá de decidir acerca de la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación,

²⁸ En la OPA obligatoria de acciones de Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. formulada por Suez Environnement S.A., Criteria Caixacorp, S.A. y una sociedad participada por ambas denominada Hisusa se ofreció una contraprestación dineraria de 27,65 euros por acción tomando como referencia el precio más elevado de 28,10 euros pagado por las oferentes en una compra de acciones de SGAB realizada el 13.12.2006 descontando el importe bruto total de 0,45 euros de dos dividendos pagados el 11.01.2007 y el 04.07.2007 (v. anuncio comunicado a la CNMV el 21.12.2007). En la OPA voluntaria amistosa formulada por NEFINSA sobre el 100% del capital de URALITA, S.A. se ofreció una contraprestación dineraria de 7.06 euros por acción (v. el anuncio de la OPA en Expansión del 09.11.2007). En la OPA voluntaria formulada con la nueva regulación de acciones de ALTADIS, S.A. formulada por ITOH, sociedad íntegra e indirectamente participada por Imperial Tobacco Group, Plc. se ofreció una contraprestación dineraria de 50 euros por acción (v. anuncio comunicado a la CNMV el 05.11.2007 y publicado en Expansión del 09.11.2007).

²⁹ Cabe citar el ejemplo de la OPA de acciones de Metrovacesa formulada por la propia sociedad para su posterior amortización que se dirigió al 60,39% de su capital social ofreciendo en contraprestación acciones de Gecina cotizadas en EURONEXT Paris con una ecuación de canje de 0,584957 acciones de Gecina por cada acción de Metrovacesa. En particular, destaca la justificación detallada de la contraprestación y, en particular, de la ecuación de canje (v. anuncio de Expansión de 20.09.2007).

salvo que el oferente acredite que tiene autorización de la Junta General para llevar a cabo la emisión de dichos valores. Si la sociedad oferente tiene su domicilio social en España, se entenderá que no existe el derecho de suscripción preferente contemplado en el artículo 158 de la LSA (art.60.4 LMV y art.14.6 RD 1066/2007).

- Con una contraprestación mixta.

Por excepción, la OPA deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido en los supuestos

en que el oferente o las personas con las que actúe concertadamente hayan adquirido en efectivo, en los doce meses previos al anuncio de la oferta, valores que confieran el 5 por 100 o más de los derechos de voto de la sociedad afectada; cuando se trate de una oferta obligatoria cuando se alcanza el control, según lo dispuesto en el capítulo II del RD 1066/2007; o en el caso de permuta, salvo que se ofrezcan en canje valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado de algún Estado miembro de la Unión Europea, o valores a emitir por la propia sociedad oferente, siempre que, en este caso, su capital esté total o parcialmente admitido a negociación en alguno de dichos mercados y que el oferente adquiriera el compromiso expreso de solicitar la admisión a negociación de los nuevos valores en un plazo máximo de tres meses a partir de la publicación del resultado de la oferta. No obstante, se habrá de incluir posteriormente una contraprestación o precio en efectivo si la sociedad oferente no aprueba la emisión de los nuevos valores. Cuando los valores ofrecidos en canje no se encuentren admitidos a negociación en alguno de los mercados indicados, se aportará el informe de un experto independiente en el que se determine qué valor les corresponde.

B) Garantías.

El tipo de garantía que el oferente ha de constituir y acreditar ante la CNMV con carácter previo a la formulación de la OPA (art. 20.1.a RD 1066/2007)

depende del tipo de contraprestación ofrecida. Así, podemos distinguir tres hipótesis:

1. Contraprestación en efectivo o dinero: un aval de entidad de crédito³⁰ o documentación acreditativa de la constitución de un depósito de efectivo constituido en una entidad de crédito, que garantice en su totalidad el pago de la contraprestación en efectivo frente a los miembros del mercado o sistema de liquidación y frente a los aceptantes de la oferta, y que permita su empleo por el sistema de compensación y liquidación del mercado en el que se negocien los valores objeto de la oferta, conforme a lo previsto a este efecto en la normativa aplicable a los sistemas de compensación y liquidación (art.15.2 RD 1066/2007).

2. Contraprestación en valores: si se trata de valores ya emitidos, la garantía consiste en acreditar la disponibilidad de los mismos y su afectación al resultado de la OPA (art. 15.3 RD 1066/2007); mientras que, si consiste en valores a emitir por la sociedad oferente, la garantía exige --junto a la convocatoria de la Junta General que ha de decidir sobre el aumento (art. 14.5 RD 1066/2007)-- el comportamiento coherente de los administradores. La CNMV puede, además, exigirles caución en garantía de las responsabilidades en que pudieran incurrir por los perjuicios causados si no llegan a emitirse aquellos valores (art. 15.4 RD 1066/2007).

3. Contraprestación mixta: cuando se ofrecen en contraprestación dinero y valores emitidos o por emitir, las garantías se han de corresponder con cada tipo de contraprestación.

³⁰ En la OPA obligatoria de acciones de Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. formulada por Suez Environnement S.A., Criteria Caixacorp, S.A. y una sociedad participada por ambas denominada Hisusa se garantizó la ejecución y el pago de la contraprestación dineraria ofrecida mediante aval de la Caixa y se explicó la financiación de la OPA (v. anuncio comunicado a la CNMV el 21.12.2007). En la OPA voluntaria formulada por ITOH, sociedad íntegra e indirectamente participada por Imperial Tobacco Group, Plc., sobre el 100% del capital de ALTADIS se garantizó el pago del precio mediante avales bancarios de carácter irrevocable otorgados por diversos bancos por un importe total equivalente a la contraprestación por la totalidad de las acciones a las que se dirigía la OPA y en el anuncio y en el folleto se explicaba la financiación de la misma mediante diversos préstamos bancarios (v. anuncio comunicado a la CNMV el 05.11.2007 y publicado en Expansión del 09.11.2007).

V. EL PROCEDIMIENTO DE LAS OPAS.

Las OPAs se formulan mediante un procedimiento (regulado en el Capítulo V del RD 1066/2007, dedicado al "anuncio, presentación y autorización de la oferta") que se desarrolla en una serie de fases a las que nos referimos seguidamente. Téngase en cuenta que la CNMV puede adaptar tal procedimiento a los casos de OPAs que se formulen de forma simultánea en un mercado español y en otro extracomunitario (art.21.5 RD 1066/2007).

A) Presentación de la OPA por el oferente ante la CNMV.

El oferente deberá presentar un escrito de solicitud, al que habrá de acompañar los siguientes documentos (art.17 RD 1066/2007):

1. Documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la OPA adoptado por la persona u por el órgano competente.
2. Folleto explicativo de la OPA (art.18 RD 1066/2007) que deberá ser suscrito por la persona que figure como responsable, estar redactado en castellano y de modo tal que resulte fácil el análisis y la comprensión de su contenido y comprender toda la información necesaria sobre la OPA para que sus destinatarios puedan formular un juicio fundado sobre ella.

En particular, el folleto debe contener la información que figura en el Anexo del RD 1066/2007 que estructura el contenido del folleto en 5 capítulos dedicados a los aspectos siguientes: el capítulo I, sobre "introducción y advertencias si la operación lo requiere", se dedica a los aspectos generales y a los elementos subjetivos, tales como las personas responsables del folleto; los acuerdos, ámbito y la legislación aplicable; la información sobre la sociedad afectada y sobre el oferente y su grupo; los acuerdos sobre la OPA y la sociedad afectada; los valores de dicha sociedad pertenecientes al oferente; las operaciones con valores de la sociedad afectada; y la actividad y situación económico-financiera del oferente; el capítulo II, se dedica a los elementos objetivos de la OPA, tales como los valores a los que se dirige, la

contraprestación ofrecida, las condiciones a las que este sujeta la OPA y sus garantías y financiación; el capítulo III, al procedimiento de aceptación y liquidación; el capítulo IV, a la finalidad de la operación; y el capítulo V, a las autorizaciones y otras informaciones o documentos³¹.

Téngase en cuenta que el folleto puede contener información por referencia a uno o más documentos publicados previa o simultáneamente a su aprobación y que la CNMV puede eximir al oferente de incluir en el folleto alguna de las informaciones previstas en el art.18 del RD y en su Anexo, siempre que no resulta esencial y que puede aprobar, mediante Circular, los modelos de los diversos tipos de folleto de OPA.

Existen algunos supuestos especiales que pueden influir en el contenido del folleto tales como el acaecimiento de circunstancias relevantes con posterioridad a su publicación, que pueden provocar la incorporación de los nuevos datos o la nueva información por medio de un suplemento; o que se ofrezcan en contraprestación valores emitidos o a emitir, en cuyo caso el oferente puede optar bien por incluir en el folleto de la OPA una información sobre tales valores equivalente a la que sería requerida de formular una oferta pública de venta o suscripción conforme al RD 1310/2005 o bien por incorporar al folleto de la OPA un folleto autorizado y vigente conforme al RD citado.

Por último, se produce una “validez transfronteriza” intracomunitaria del folleto porque el folleto explicativo de una OPA autorizado por la autoridad competente de un Estado miembro de la UE será válido en España, sin perjuicio de que la CNMV pueda exigir que se incluya información

³¹ Tanto en los folletos como en los anuncios de las OPAs formuladas con la nueva regulación destaca el contenido informativo relativo a la finalidad perseguida con la adquisición. Así, por ejemplo, podemos citar la OPA de acciones de Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. formulada por Suez Environnement S.A., Criteria Caixacorp, S.A. y una sociedad participada por ambas denominada Hisusa cuyo folleto y anuncio se refirieron a la finalidad de la OPA, los planes estratégicos e intenciones sobre las actividades futuras y la localización de los centros de actividad de la sociedad afectada, sobre el mantenimiento de los puestos de trabajo del personal y directivos de la misma, sobre la utilización o disposición de sus activos, sobre la emisión de valores, las reestructuraciones societarias, la política de dividendos y remuneraciones al accionista, etc. (v. anuncio comunicado a la CNMV el 21.12.2007).

complementaria y que se traduzca al castellano, el menos, un resumen del mismo (art.19).

3. Documentación complementaria exigible con carácter general y, además la exigible cuando el oferente sea una persona jurídica (art.20). La exigible con carácter general abarca la documentación acreditativa de la garantía; la solicitud de la autorización o verificación administrativa, cuando sea necesaria; la documentación e informes de valoración del precio de la OPA; los certificados de legitimación acreditativos de la inmovilización de los valores de la sociedad afectada; y los modelos de anuncios y otras formas de publicidad. La documentación complementaria exigible cuando el oferente sea una persona jurídica abarca la certificación del Registro Mercantil sobre la constitución y los estatutos vigentes de la sociedad oferente y la auditoría de cuentas de sus estados financieros y de los de su grupo relativos al último ejercicio cerrado y aprobado. Se establecen reglas especiales para los casos en que la sociedad oferente no tiene actividad o ha sido creada para la realización de la OPA y para los casos en que la contraprestación consista en valores ya emitidos por una sociedad distinta de la oferente.

B) Autorización de la OPA por la CNMV, publicación de la misma y apertura del plazo de aceptación.

La CNMV, tras examinar el folleto y la documentación adicional, y recabar del oferente, en su caso, la información adicional que estime necesaria, autorizará o denegará la OPA en un plazo máximo de los 20 días hábiles siguientes a la recepción de la solicitud o de la información adicional recabada. El acuerdo de autorización o denegación (en este último caso, deberá estar "motivado") pone fin a la vía administrativa y, por ello, podrá ser objeto de recurso ante la Jurisdicción Contencioso-Administrativo. Adoptado el acuerdo, será comunicado al oferente, a la sociedad afectada, a las SRBVs de las BBVV en que los valores coticen, a la Sociedad de Bolsas y a otras instancias interesadas (art. 21 RD 1066/2007).

Si la CNMV autoriza la formulación de la OPA, el oferente deberá proceder a la difusión pública y general de la OPA en los 5 días hábiles siguientes a la

notificación por la CNMV. A tal efecto, habrá de adoptar medidas de publicidad "activa" a través de anuncios publicados en los Boletines de Cotización pertinentes y en un periódico de difusión nacional; y de publicidad "pasiva" mediante la puesta a disposición de los interesados de ejemplares del folleto y de la restante documentación; amén de la publicación en la página web de la CNMV (art. 22 RD 1066/2007).

Tras la publicación de los anuncios indicados, se abrirá el plazo de aceptación de la OPA que fijará el oferente dentro de un mínimo de 15 días naturales y un máximo de 70 días naturales³²; pudiendo dicho oferente ampliar el plazo inicialmente previsto, previa comunicación a la CNMV y publicación pertinente y pudiendo la CNMV ampliar el plazo en caso de que se publique algún suplemento del folleto o cuando lo estime necesario. La ampliación del plazo será automática cuando resulta preciso para que medien 15 días naturales hasta el último día de aceptación desde la celebración de la junta general que deba aprobar la emisión de valores ofrecidos en contraprestación o decidir sobre las condiciones a que hubiera quedado sujeta la OPA (art. 23 RD 1066/2007).

C) Informe del órgano de administración de la sociedad afectada e información a sus trabajadores.

Los accionistas de la sociedad afectada, potenciales aceptantes de la OPA, deberán disponer de un caudal informativo suficiente sobre la desinversión que se les propone. Con esa finalidad y junto al folleto del oferente, se establece el deber del órgano de administración de la sociedad afectada de

³² En las OPAs formuladas con la nueva regulación podemos constatar un amplio grado de dispersión de los plazos de aceptación y así, por ejemplo, en la OPA voluntaria formulada por ITOH, sociedad íntegra e indirectamente participada por Imperial Tobacco Group, Plc., sobre el 100% del capital de ALTADIS se estableció un plazo de 61 días naturales (v. anuncio comunicado a la CNMV el 05.11.2007 y publicado en Expansión del 09.11.2007); mientras que en la OPA obligatoria de acciones de Sociedad General de Aguas de Barcelona, S.A. formulada por Suez Environnement S.A., Criteria Caixacorp, S.A. y una sociedad participada por ambas denominada Hisusa se estableció un plazo de 15 días naturales (v. anuncio comunicado a la CNMV el 21.12.2007). Igual plazo de 15 días naturales se estableció en la OPA voluntaria amistosa formulada por NEFINSA sobre el 100% del capital de URALITA, S.A. (v. el anuncio de la OPA en Expansión del 09.11.2007) y en la OPA formulada por Undertake Options SLU -sociedad limitada unipersonal titularidad

emitir un informe detallado sobre la OPA (art.60.bis.3 LMV), con el contenido establecido en el art. 24 del RD 1066/2007, que deberá publicarse en el plazo máximo de los 10 días naturales siguientes al inicio del plazo de aceptación de la OPA y ser remitido a la CNMV. Este informe constituye el principal “termómetro” para determinar el carácter amistoso u hostil de la OPA³³.

Además, dado el interés directo de los trabajadores de la sociedad afectada en el devenir de la OPA, tanto los administradores de aquella como el oferente, deberán informar a sus representantes o a los trabajadores directamente tan pronto se haya hecho pública la OPA, remitiéndoles el folleto explicativo en cuanto se haya publicado (art.25 RD 1066/2007).

D) Autorizaciones exigidas por otros organismos supervisores o por las autoridades de defensa de la competencia.

Dado que las OPAs son instrumentos jurídicos para crear concentraciones de empresas y dado que tales concentraciones pueden estar sometidas a autorizaciones administrativas por sus efectos generales sobre la competencia o por sus efectos sobre determinados sectores de la Economía (v.gr. el sector eléctrico), es preciso prever la incidencia de estos procedimientos paralelos sobre el que se sigue ante la CNMV relativo a la OPA³⁴. Así, se prevén dos tipos de hipótesis:

al 100% del Sr. Román Sanahuja Pons- sobre Metrovacesa (ver el anuncio publicado en la prensa del 17.03.2008).

³³ Cabe destacar la OPA voluntaria amistosa formulada por NEFINSA sobre el 100% del capital de URALITA, S.A. que mereció una opinión unánime positiva del Consejo de la Sociedad afectada en su Informe de 15 de noviembre de 2007 (v. el anuncio de la OPA en Expansión del 09.11.2007 y del Informe del Consejo de Administración de URALITA en Expansión del 20.11.2007). En el mismo sentido, el Consejo de Metrovacesa, tras examinar la contraprestación ofrecida en la OPA de Undertake Options SLU, calificarla de equitativa y razonable (“fair”) y constatar la situación de conflicto de intereses en la que se encontraban algunos de sus consejeros formuló un *“juicio favorable sobre la oferta, considerando que es positiva para los accionistas de la Sociedad”* (v. el anuncio del Informe del Consejo de Administración en la prensa del 19.03.2008). También interesa destacar el Informe del Consejo de Administración de ALTADIS de 14 de noviembre de 2007 que, aun cuando expuso su opinión favorable sobre los compromisos asumidos por la oferente, mantuvo ciertas reservas, por incertidumbre, sobre las consecuencias que la OPA tendría sobre el empleo (v. el anuncio del Informe en Expansión del 16.11.2007).

³⁴ Un caso paradigmático de sumisión de una OPA a múltiples autorizaciones administrativas que se planteó en la práctica española previa a la regulación vigente fue el caso de los condicionamientos que impusieron las autoridades españolas a la OPA

1. Cuando la OPA pueda implicar la existencia de una operación de concentración económica, ya sea de dimensión europea, española u otra, deberá acreditarse ante la CNMV la correspondiente notificación a las autoridades de defensa de la competencia que sean competentes, en caso de ser necesaria. Y el oferente podrá optar por condicionar su oferta a la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia, de forma que, antes de la terminación del plazo de aceptación de la OPA, pueden darse 4 situaciones: si las autoridades competentes en materia de defensa de competencia no se oponen a la operación de concentración, la OPA surtirá plenos efectos; si aquellas autoridades declarasen improcedente la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la OPA; y si las tales autoridades sujetaran su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir de la OPA; y si no hubiera recaído resolución expresa o tácita de las autoridades de defensa de la competencia, el oferente podrá desistir de la oferta.

En el caso de OPAs obligatorias y en tanto no haya recaído la correspondiente resolución, el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta; y, si el oferente desiste de la OPA, deberá enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje de derechos de voto por debajo de la participación de control, en el plazo de

formulada, en 21 de febrero de 2006, por la alemana EON sobre las acciones de ENDESA y que desembocaron en un conflicto jurídico resuelto por la Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera de 8 de marzo de 2008 (asunto C-196/07). Los hechos que originaron el conflicto fueron, en síntesis, los siguientes: La Comisión Europea autorizó de forma incondicional, el 21 de febrero de 2006, la OPA al considerarla que era una operación de concentración de dimensión comunitaria compatible con el mercado común. Frente a ello, el Reino de España impuso condiciones de dicha OPA: primero, promulgando el Real Decreto-Ley 4/2006, que aumento las competencias de la Comisión Nacional de la Energía; segundo, dictando la propia CNE, en ejercicio de aquellas nuevas competencias, una resolución de 27 de julio de 2006 que supeditaba la autorización de la OPA de EON al cumplimiento de determinadas condiciones; y, tercero, adoptado el Ministro de Industria, Comercio y Turismo, una nueva resolución de 7 de noviembre de 2006, modificando aquellas condiciones. La Comisión Europea adoptó dos decisiones de 26 de septiembre y 20 de diciembre de 2006 en las que consideraba que el Reino de España había violado el art.21 del Reglamento de concentraciones de 2004 e interpuso contra el Reino de España un recurso por incumplimiento que fue estimado por la citada Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera de 8 de marzo de 2008).

tres meses o resolver el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación, en el mismo plazo.

2. Cuando la OPA requiera de la autorización o no oposición de cualquier otro organismo o notificación previa de la operación a otro organismo, podrá presentarse la solicitud de autorización de la OPA sin haber solicitado ni obtenido la autorización, no oposición o simple notificación; si bien la CNMV no autorizará la OPA hasta que no se le acredite la obtención de la correspondiente autorización, no oposición, o simple notificación, salvo que hayan transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo.

En el caso de OPAs obligatorias, el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta hasta que no haya recaído la correspondiente resolución; y, cuando la resolución sea desestimatoria, el oferente deberá enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje de derechos de votos por debajo de la participación de control en el plazo de tres meses desde la notificación de la correspondiente resolución o resolver el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación, en el mismo plazo.

E) Incidencias de la OPA.

Las OPAs han de formularse con carácter irrevocable por el oferente y sólo en los casos legalmente previstos puede aquél modificarlas, desistir de ellas o constatar cómo sus efectos han cesado. De ahí que puedan acaecer las siguientes incidencias en el procedimiento de una OPA (se regulan en el Capítulo VII del RD 1066/2007, dedicado a la “modificación, desistimiento y cesación de efectos de la oferta):

1. El condicionamiento de la eficacia de la OPA.

Resulta admisible someter la eficacia de las OPAs voluntarias a las condiciones admisibles³⁵ y la de las OPAs obligatorias a las resultas de las autorizaciones de las autoridades de competencia u otras instancias públicas (art. 30 RD 1066/2007).

2. La modificación de las características de la OPA.

El oferente –sólo o en asociación con terceros, siempre que cumpla las condiciones reglamentarias- podrá modificar las características de la OPA en cualquier momento anterior a los últimos 5 días naturales previstos para su aceptación, siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, ya sea porque extienda la oferta inicial a un número superior de valores, ya porque mejore la contraprestación ofrecida o porque se eliminen o minoren las condiciones a las que, en su caso, estuviera sujeta la oferta. La modificación deberá respetar el principio de igualdad de trato para todos los destinatarios que se encuentren en iguales circunstancias. La decisión o acuerdo de modificación se acreditará por el oferente en el suplemento en el que figuren detalladamente las modificaciones de las características de la OPA y deberá ser sometida a la autorización de la CNMV que deberá resolver en un plazo no superior a 3 días hábiles desde la recepción de la solicitud, o en el plazo ampliado de ser preciso. Aprobada por la CNMV la modificación se publicará por el oferente el siguiente día hábil a dicha aprobación. Salvo declaración expresa en contrario, sujeta a los mismos requisitos establecidos para la aceptación de

³⁵ Como ejemplo de OPA voluntaria sujeta a condiciones podemos citar la formulada por ITOH, sociedad íntegra e indirectamente participada por Imperial Tobacco Group, Plc., sobre el 100% del capital de ALTADIS. En concreto, la oferta estuvo condicionada a la adquisición de un mínimo del 80% del capital social de ALTADIS y a que la Junta General de esta última acordara la eliminación de la limitación al voto modificando para ello el artículo 24 de los Estatutos. Además, en la fecha de presentación de la solicitud de autorización de la OPA, la misma estaba condicionada a la previa aprobación por los accionistas de Imperial Tobacco que se acordó en su Junta General de 13.08.2007 (v. anuncio comunicado a la CNMV el 05.11.2007 y publicado en Expansión del 09.11.2007). Por último, conviene recordar que la Junta General de ALTADIS se celebró el 17 de diciembre de 2007 para modificar el art.24 de los Estatutos y el art.24.1 del Reglamento de la Junta, haciéndose constar expresamente en el anuncio de convocatoria de la Junta

la primera oferta, se entenderá que los destinatarios de la oferta que la hubieran aceptado con anterioridad a su modificación se adhieren a la oferta revisada (art.31 RD 1066/2007).

3. Las limitaciones de la actuación del oferente en el periodo de la OPA.

El oferente, en el periodo de la OPA, esta sometido a ciertas limitaciones en su capacidad de actuación cuyo alcance varía en función de los diversos momentos, tipos de actuaciones y de la contraprestación ofrecida. Así, se produce una primera limitación informativa porque el oferente –y, además, los miembros de sus órganos de administración y dirección, sus accionistas de control, sus asesores, las personas con las que actué concertadamente y las demás que intervengan en la operación- se abstendrán de difundir o publicar por cualquier medio cualquier dato o información que no conste en el anuncio previo de la oferta, desde la publicación de dicho anuncio y hasta la presentación de la OPA. Después, se produce una segunda limitación operativa porque, en el caso de una OPA obligatoria, el oferente y quienes actúen en concierto con él no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta, ni designar, directa o indirectamente, a ningún miembro adicional de los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada, mientras la OPA no sea autorizada por la CNMV. Más tarde, la adquisición de valores emitidos por la sociedad afectada por el oferente al margen de la OPA, realizada desde el anuncio público de la oferta a que se refiere el artículo 16 y hasta la fecha de publicación del resultado de la misma, determinará la eliminación de cualquier condición que se hubiera establecido. Además, cuando el oferente o las personas que actúen en concierto con él adquieran los valores objeto de la oferta deberán comunicarlo en el mismo día a la Comisión Nacional del Mercado de Valores así como los precios pagados y acordados. Estas adquisiciones determinan efectos específicos sobre la OPA en los casos en que la contraprestación consista en valores de la sociedad afectada, o en una combinación de

que la modificación del art.24 era una condición establecida por ITOH para la eficacia de

efectivo y valores de la sociedad afectada o cuando la contraprestación consista exclusivamente en efectivo, si la adquisición de valores objeto de la OPA por el oferente o por personas que actúen en concierto se realiza por precio superior al fijado en el folleto o en sus modificaciones. Por último, recordar que, en ningún caso, el oferente o las personas que actúen en concierto podrán transmitir acciones de la sociedad afectada hasta la liquidación de la OPA (art.32 RD 1066/2007).

4. El desistimiento y el cese de efectos de la OPA (art.33 RD 1066/2007).

Los supuestos de desistimiento y cese de efectos de las OPAs varían en función de su carácter voluntario u obligatorio, de modo tal que:

a) El oferente que haya formulado una OPA voluntaria únicamente podrá desistir de la misma cuando se autorice una oferta competidora; cuando no se autorice, se condicione o no haya pronunciamiento sobre la concentración por las autoridades de la competencia; cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a su voluntad, la OPA la voluntad no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que se obtenga la previa conformidad de la CNMV; cuando la junta general de accionistas o el órgano de administración de la sociedad afectada adopte alguna decisión o acuerdo que, a juicio del oferente, le impida mantener su oferta, siempre que el propio oferente no haya intervenido, directa o indirectamente, a favor de la adopción de dicho acuerdo y obtenga la previa conformidad de la CNMV.

Además, las OPAs voluntarias quedarán sin efecto cuando no sean aceptadas por el número mínimo de valores al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando el oferente renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos. Si se han sometido a otras condiciones admisibles, la OPA quedará sin efecto si, al finalizar el plazo de aceptación, las condiciones no se hubieran cumplido, salvo que el oferente hubiese

su OPA (v. el anuncio de convocatoria en el BORME de 16.11.2007).

renunciado a su cumplimiento como máximo el día anterior a la finalización del plazo de aceptación.

b) El oferente que haya formulado una OPA obligatoria podrá desistir de la misma cuando, por circunstancias excepcionales, ajenas a su voluntad, la OPA no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que se obtenga la previa conformidad de la CNMV; cuando no se autorice, se condicione o no haya pronunciamiento sobre la concentración por las autoridades de la competencia; cuando, al término del procedimiento aplicable a las OPAs competidoras, se mantuviera una OPA competidora no sujeta a condición que mejore los términos de su OPA.

c) Tanto si se trata de OPAs voluntarias como obligatorias la decisión de desistir de la oferta o las causas que la dejen sin efecto, se comunicarán inmediatamente por el oferente a la CNMV y se harán públicas en el plazo máximo de dos días hábiles desde que fueran recibidas por la CNMV. Una vez publicado el desistimiento de la OPA o la causa que la deje sin efecto, quedarán ineficaces las aceptaciones que se hubieren presentado, corriendo a cargo del oferente los gastos ocasionados por la aceptación.

F) Aceptación y liquidación de la OPA.

Al margen de las incidencias señaladas, el procedimiento normal de una OPA sigue con su aceptación y la liquidación de las operaciones consiguientes (esta fase se regula en el Capítulo VII del RD 1066/2007, dedicado a la “aceptación de la oferta y liquidación de las operaciones”). Veamos ambos pasos:

1. La aceptación de la OPA.

Las declaraciones de aceptación de la oferta se realizarán de acuerdo con lo señalado en el folleto, en firme (de modo tal que carecerán de validez si se someten a condición) y podrán ser revocadas en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación. Cuando existan OPAs competidoras, podrán formularse declaraciones de aceptación múltiples, siempre que en

ellas se indique el orden de preferencia y las declaraciones se hagan llegar a los distintos competidores (art.34 RD 1066/2007).

Este proceso de aceptaciones se somete a condiciones de transparencia continua porque: los miembros del mercado que intervengan en la operación o las entidades que actúen por cuenta del oferente comunicarán diariamente las declaraciones de aceptación recibidas a las respectivas sociedades rectoras y al oferente (art.34.2 RD 1066/2007); durante el plazo de aceptación de la OPA, el oferente y la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores en que estén admitidos a negociación los valores afectados, deberán facilitar a la CNMV, cuando ésta lo solicite, información sobre el número de aceptaciones presentadas y no revocadas de las que tuvieran conocimiento (art.35 RD 1066/2007); y las Sociedades Rectoras, o, en su caso, las entidades que actúen por cuenta del oferente, comunicarán a la CNMV, en el plazo de 5 días hábiles desde la finalización del plazo de aceptación, el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas para que esta CNMV, en el plazo de los 2 días hábiles siguientes, comunique a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que estén admitidos a negociación los valores y, en su caso, a la Sociedad de Bolsas, al oferente y a la sociedad afectada el resultado positivo o negativo de la OPA. Las Sociedades Rectoras publicarán dicho resultado en el Boletín de Cotización correspondiente a la sesión bursátil en la que reciban la comunicación (art.36 RD 1066/2007).

2. La liquidación de la OPA.

El modo de liquidar las OPAs con resultado positivo dependerá de la contraprestación ofrecida de modo tal que: cuando la contraprestación consista en dinero, se liquidarán por el procedimiento establecido para ello por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, SA (Iberclear); y, cuando la contraprestación hubiera consistido en una permuta de valores, la oferta pública de adquisición se liquidará en la forma prevista en el folleto. Una vez liquidada la operación, la CNMV autorizará, en su caso, el levantamiento de la garantía ofrecida, sin perjuicio de que puedan acordarse reducciones parciales de la misma, en

cuanto no perjudiquen al proceso de liquidación pendiente (art.37 RD 1066/2007).

En los casos en que resulten admisibles de OPAs parciales, se establecen reglas de distribución -lineal y del exceso- y prorrateo para cuando el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación hubiese superado el límite máximo de la oferta, con la especialidad de que, en las OPAs por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias, si las declaraciones de aceptación hubiesen superado el límite máximo de la OPA, para la liquidación de la operación se reducirán las ofrecidas por cada accionista en proporción al número de acciones comprendidas en su aceptación (art.38 RD 1066/2007).

Por último se prevén las consecuencias y actuaciones -en forma de devolución de documentos y gastos- derivadas de un eventual resultado negativo de las OPAs voluntarias, con especial atención a la prohibición que se impone al oferente, las sociedades pertenecientes a su grupo, los miembros de su órgano de administración, su personal de alta dirección y quienes hayan promovido la oferta en su propio nombre pero por cuenta del oferente o de forma concertada con éste, de promover otra OPA -salvo en caso de desistimiento o de formular una OPA competidora- respecto de los mismos valores, ni adquirir valores o alcanzar alguno de los supuestos que determina la obligación de presentar una OPA hasta transcurridos 6 meses desde la fecha de publicación del resultado en que quedó sin efecto la OPA (art.39 RD 1066/2007).

VI. LAS DEFENSAS DE LA SOCIEDAD AFECTADA FRENTE A LAS OPAS.

El deseo de facilitar el mercado de control societario³⁶ y de garantizar que los accionistas destinatarios de las OPAs tengan la última palabra, sin estar

³⁶ Ver los estudios en la materia de GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "OPA y mercado de control", en CNMV, Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles, Madrid (1999). Id., "Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs", Madrid 1999. Id., "Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)", Madrid 2002.

distorsionada su capacidad de decisión por la interferencia de los administradores de la sociedad afectada, particularmente ante OPAs hostiles; lleva a establecer un sistema de control de las barreras defensivas que puedan oponerse frente a las OPAs antes o después de su formulación (ver los arts.60.bis y 60.ter de la LMV y el Capítulo VI del RD 1066/2007 sobre las “defensas frente a las ofertas públicas de adquisición”).

A) Defensas previas previstas en los estatutos o en pactos parasociales: su eventual neutralización.

Antes de que se formule una OPA, la sociedad afectada o sus accionistas pueden tener establecido un sistema de defensas de dos tipos: por una parte, restricciones a la transmisibilidad de valores prevista en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad; y, por otra parte, restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada o en los pactos parasociales. El régimen de neutralización de estas barreras se regula en el art.60 ter de la LMV y en el art.29 del RD 1066/2007.

Durante el plazo de aceptación de una OPA o después de ella, aquellas sociedades cotizadas pueden decidir si neutralizan- esto es, si “bajan” provisionalmente- aquellas barreras. Por ello, las medidas de neutralización pueden consistir en la ineficacia de aquellas restricciones a la transmisibilidad de valores, durante el plazo de aceptación de la oferta; en la ineficacia de las restricciones estatutarias o parasociales al derecho de voto, en la junta general de accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa; o en la ineficacia de las restricciones anteriores, cuando tras una OPA, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75 por 100 del capital que confiera derechos de voto.

La decisión anterior de neutralizar las defensas citadas deberá adoptarse por la junta general de accionistas de la sociedad afectada, reunida con el quórum constitutivo especial del art.103 de la LSA y con garantías especiales de transparencia que se concretan en el informe escrito que deberán redactar los administradores justificando el acuerdo a adoptar y refiriéndose, en concreto, a las defensas existentes y al alcance preciso de las medidas de

neutralización que se proponen, a las motivaciones que han llevado tal propuesta de neutralización, además de detallar cualquier acuerdo que se hubiera alcanzado o que se estuviera negociando por la sociedad con un potencial oferente sobre las acciones de la sociedad, o celebrado o negociado por personas distintas de la sociedad pero del que ésta hubiera tenido conocimiento y el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe. En el anuncio de convocatoria de la Junta –que se publicará, igual que el informe de los administradores, como información relevante del art.82 de la LMV- se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.

La decisión de neutralizar las barreras defensivas que se haya adoptado, en su caso, por la Junta se dota de mecanismos de transparencia hacia el mercado de modo tal que debe comunicarse por la sociedad a la CNMV, en el plazo máximo de 15 días hábiles desde la celebración de la junta general; debe publicarse como información relevante del art.82 de la LMV; y debe reflejarse en el informe anual de gobierno corporativo del art.116 de la LMV.

La consecuencia económica principal de la aplicación de las medidas de neutralización consistirá la necesaria previsión de una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos en que consistan las medidas neutralizadas que deberá incluir en los estatutos sociales, especificando la forma en que se abonará la compensación y el método empleado para determinarla.

En todo caso, la junta general de accionistas de la sociedad, cumpliendo los mismos requisitos antes indicados, podrá revocar la decisión de aplicar cualquiera de las medidas de neutralización de medidas de defensa frente a las OPAs.

Por último, en virtud de un principio de reciprocidad, las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuvieran en vigor cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad

o grupo que no hubieran adoptado medidas de neutralización equivalentes. Esta decisión de alzar, en estos casos, de nuevo las barreras neutralizadas con carácter general requerirá autorización de la junta general de accionistas, constituida con el quórum reforzado del art.103 de la LSA y con garantías informativas análogas a las señaladas para adoptar las medidas neutralizadoras (informe justificativo de los administradores y convocatoria transparente) y deberá adoptarse, como máximo, dieciocho meses antes de que la OPA se haya hecho pública.

B) Defensas posteriores de los administradores de la sociedad afectada: su limitación.

Cuando se formula una OPA –especialmente, si es hostil- los administradores de la sociedad afectada se ven tentados de adoptar medidas que dificulten o impidan su éxito. Pero, dado que puede existir un conflicto entre los intereses particulares de estos administradores y los de los accionistas destinatarios de la OPA, aquellos no pueden adoptar medidas defensivas sin el permiso de estos últimos.

Es por ello por lo que el art.60 bis de la LMV regula las “obligaciones de los órganos de administración y dirección” de la sociedad afectada y el art.28 del RD 1066/2007 establece la “limitación de la actuación de los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y de su grupo”. Esta denominada “regla de pasividad” afecta los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada, a cualquier órgano delegado o apoderado de los mismos, a sus respectivos miembros, así como las sociedades pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y cualquiera que pudiera actuar concertadamente con los anteriores.

Las barreras típicas que pueden oponer los administradores frente a una OPA consisten:

a) En general, en cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas.

b) En particular, en una serie de actuaciones u operaciones tipificadas en la regulación, que estarán prohibidas cuando puedan impedir el éxito de la OPA y que consisten en: realizar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada; efectuar o promover, directa o indirectamente, operaciones sobre los valores a los que afecte o sobre otros, incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores; proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales; y repartir dividendos extraordinarios o remunerar de cualquier otra forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos a los accionistas o titulares de otros valores de la sociedad afectada, salvo que los correspondientes acuerdos societarios hubieran sido aprobados con carácter previo por el órgano social competente y hechos públicos.

Para garantizar la coherencia –o la “alineación de intereses”- de la actuación de aquellos administradores con los accionistas destinatarios de la OPA, los primeros sólo podrán alzar aquellas barreras, durante el periodo de una OPA (esto es, desde el anuncio público hasta la publicación del resultado), si obtienen la autorización previa de la junta general de accionistas constituida con el quórum reforzado del art.103 de la LSA y con garantías informativas y de transparencia especiales, tales como limitar su decisión a la autorización o confirmación de la actuación o de la operación, contar con informe escrito y detallado de los administradores justificando las actuaciones a realizar para las que requieran la autorización o confirmación de la junta y reflejar tales garantías en su convocatoria.

Las actuaciones u operaciones de los administradores potencialmente obstaculizadoras de la OPA pueden proceder de dos momentos: bien obedecer a decisiones adoptadas durante el periodo de la OPA y, en tal caso, será precisa la autorización de la Junta general, según acabamos de ver; o bien derivar de decisiones adoptadas antes de iniciarse el período de la OPA y aún no aplicadas total o parcialmente, y, en este caso, la junta general deberá aprobar o confirmar toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta. Esta confirmación de la Junta general se sujeta a las mismas

garantías constitutivas y de transparencia que las de la Junta que deba autorizar las medidas defensivas coetáneas a la OPA, que antes indicamos.

De lo dicho hasta el momento cabe deducir que las limitaciones a la actuación de los administradores de la sociedad afectada eventualmente impeditiva de una OPA no se aplicarán a dos tipos de actuaciones: primero, a la búsqueda de ofertas competidoras, garantizándose la igualdad de trato informativo entre todos los potenciales oferentes; y, segundo, a las actuaciones u operaciones que, con posterioridad al anuncio de presentación de la oferta, sean autorizadas de forma expresa por la Junta general de accionistas en los términos antes indicados.

Por último, indicar que, al igual que sucedía con las barreras estatutarias previas, la aplicación del principio de reciprocidad permite que las sociedades no apliquen las limitaciones a la actuación de sus administradores cuando sean objeto de una OPA formulada por una entidad que no tenga su domicilio social en España y que no esté sujeta a aquellos límites o equivalentes, (incluidas las referidas a las reglas necesarias para la adopción de decisiones por la junta general), o bien, por una entidad controlada por aquélla, directa o indirectamente, de acuerdo con lo dispuesto en el art.4 de la LMV. De modo análogo a los que sucedía con las barreras estatutarias, las decisiones de levantar las barreras gestoras señaladas frente a una OPA requerirán, en estos casos, autorización de la junta general de accionistas constituida con el quorum reforzado del art.103 de la LSA, con las garantías de transparencia necesarias (informe justificativo de los administradores y transparencia reforzada de su convocatoria) adoptada, como máximo, dieciocho meses antes de que la OPA se haya hecho pública.

Conviene recordar que la “regla de pasividad” no implica una exoneración de los deberes de diligencia, fidelidad, lealtad y secreto regulados en los arts.127, 127 bis, 127 ter y 127 quater de la LSA, por lo que los

administradores deberán mantener el equilibrio entre sus deberes de actuación y sus obligaciones de omisión³⁷.

VII. LAS OPAS COMPETIDORAS.

A) Noción y condiciones.

El interés por adquirir una participación significativa o el control de una SA cotizada puede darse en más de un oferente y durante un período de tiempo coincidente. En tales supuestos, la protección de los accionistas de la sociedad afectada obliga a combinar el estímulo de estas OPAs competidoras --pues la propia competencia tiende a traducirse en una mejora de las condiciones ofrecidas-- con la limitación de fenómenos de hipertrofia, que puedan paralizar la sociedad afectada³⁸. Aquellos objetivos informan el

³⁷ El Consejo de Metrovacesa se ocupó de destacar en su Informe sobre la OPA de Undertake Options SLU que *“desde el anuncio de la Oferta, el pasado 5 de enero de 2008, el Consejo de Administración ha adoptado las medidas precisas para cumplir con la máxima diligencia sus obligaciones, observando escrupulosamente las reglas de pasividad y no interferencia con la oferta establecidas en el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007. Asimismo ha actuado en todo momento dando cumplimiento a sus deberes de diligencia, fidelidad, lealtad y secreto regulados en los artículos 127, 127 bis, 127 ter y 127 quater de la Ley de Sociedades Anónimas”* (v. el anuncio del Informe del Consejo de Administración en la prensa del 19.03.2008).

³⁸ En la práctica anterior al régimen vigente destacan dos experiencias de OPAs competidoras que no resultaron especialmente adecuadas y condicionaron la regulación presente: a) Las OPAs competidoras sobre HIDROCANTÁBRICO en 2001: Así, la OPA formulada por FERROATLÁNTICA, S.L. sobre el 25% de las acciones de HIDROCANTÁBRICO a 19 € por acción fue contestada por la OPA que formuló ADYGESINVAL, S.L. --cuyo capital pertenecía a partes iguales a CAJASTUR y ELECTRICIDADE DE PORTUGAL-- sobre el 100% del capital de HIDROCANTÁBRICO a 24 € por acción. FERROATLÁNTICA publicó el 6 de febrero de 2001 un hecho relevante por el que anunciaba la modificación de su OPA inicial para alcanzar el 100% del capital de HIDROCANTÁBRICO a un precio inicial de 25,80 €. Con posterioridad, RWE ESPAÑA, S.L.U. --filial al 100% de la alemana RWE AG-- formuló una OPA sobre el 100% de las acciones de HIDROCANTÁBRICO a un precio de 26 € por acción. Por último, indicar que HIDROCANTÁBRICO formuló una OPA de exclusión al precio de 27,3 € por acción y que finalmente fue absorbida por ADYGESINVAL. b) Las OPAs sobre ENDESA realizadas sucesivamente en 2005, 2006 y 2007: En particular, la OPA formulada por E.ON y autorizada por la CNMV el 16 de noviembre de 2006 se realizó con el carácter de competidora de la previamente formulada por GAS NATURAL y autorizada por la CNMV el 27 de febrero de 2006. El 2 de abril de 2007, E.ON alcanza un Acuerdo con ACCIONA y ENEL por el que se compromete a desistir de su OPA en caso de que no obtuviera el 50,01% del capital de ENDESA. El 10 de abril de 2007, la CNMV publica que la OPA de E.ON ha sido aceptada por un 6,01% del capital de ENDESA y que, en consecuencia, ha tenido un resultado negativo por no alcanzar el límite mínimo fijado para su validez y no haber renunciado el oferente a dicha condición; con lo que las aceptaciones presentadas quedaron inmediatamente ineficaces. El 26 de marzo de 2007, ACCIONA y ENEL comunicaron al mercado que habían llegado a un Acuerdo para

régimen establecido en el Capítulo IX del RD 1066/2007 (arts.40 a 46) que define las OPAs competidoras como aquellas que afecten a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la CNMV otra OPA cuyo plazo de aceptación no esté finalizado, y siempre que concurren los requisitos del artículo 42 del RD 1066/2007 (art.40 RD 1066/2007).

Este último precepto establece las condiciones que debe cumplir toda OPA competidora: a) Ser presentada en cualquier momento desde la presentación de la OPA inicial y hasta el quinto día natural anterior a la finalización de su plazo de aceptación. b) Tener por objeto un número de valores no inferior al de la última OPA precedente. c) Mejorar la última OPA precedente, bien elevando el precio o valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número mayor de valores (en el caso de que la mejora de la contraprestación se realice modificando la naturaleza de la misma, será necesaria la opinión de un experto independiente que lo acredite). d) Además, cuando la formulación de una OPA competidora sea obligatoria deberá cumplir lo dispuesto en el capítulo II del RD 1066/2007; presentándose con carácter inmediato a la concurrencia del supuesto de hecho que da origen a su formulación y, en todo caso, en los 5 días hábiles siguientes. e) Las contraprestaciones podrán adoptar cualquiera de las modalidades previstas en el art.14 del RD 1066/2007 (art.42 RD 1066/2007).

En el caso de que la formulación de la OPA competidora no sea obligatoria, se podrá condicionar su efectividad a su aceptación por un porcentaje de capital superior al de cualquiera de las precedentes y se podrá sujetar a cualquier otra condición en los términos establecidos en el RD 1066/2007 (art.42.2 RD 1066/2007).

desarrollar un proyecto de gestión compartida de ENDESA que implicaba la formulación de una OPA, a 41 euros por acción, tras la finalización de la OPA de E.ON y para el caso de que la misma no alcanzara el mínimo del 50,01% del capital. Dado que, según hemos señalado anteriormente, aquella condición se cumplió puesto que la OPA de E.ON tuvo un resultado negativo, ENEL y ACCIONA presentaron ante la CNMV, el 11 de abril de 2007, la solicitud de autorización de una OPA conjunta sobre el 100% de las acciones de ENDESA.

El primer oferente podrá pactar con la sociedad afectada el cobro por aquél de una comisión, en concepto de gastos de preparación de la oferta, en caso de que, por presentarse otras ofertas competidoras, la suya no prospere. El importe de la comisión no podrá ser superior al 1% del importe total efectivo de la oferta, deberá ser aprobada por el consejo de administración, con el informe favorable de los asesores financieros de la sociedad y detallarse en el folleto explicativo de la oferta (art.42.4 RD 1066/2007).

Las personas que actúen de forma concertada con el oferente o pertenezcan a su mismo grupo y aquéllas que, de forma directa o indirecta, actúen por cuenta de él, no podrán presentar una oferta competidora. Sin perjuicio de lo anterior, el oferente podrá asociarse o concertarse con terceros con el fin de mejorar su oferta, siempre que cumpla una serie de requisitos (art.41.2 RD 1066/2007).

B) Autorización, desistimiento y modificación de las OPAs competidoras.

La CNMV autorizará las OPAs competidoras -y las eventuales mejoras- cuando cumplan las condiciones generales de toda OPA y las especiales exigibles a este tipo de OPAs. Todas las OPAs serán tramitadas por orden de presentación, de forma que aquellas que únicamente hubieran sido comunicadas mediante el anuncio previo, se tramitarán en el orden que les corresponda en función de su fecha de presentación. Si la OPA competidora se presentara antes de la publicación de los anuncios de una OPA previa, la CNMV se lo hará saber al nuevo oferente, manifestándole que la suya quedará sometida al régimen propio de las ofertas competidoras y suspenderá su tramitación hasta la autorización de la OPA previa y, una vez publicada la primera OPA, la CNMV dará un plazo de 10 días naturales al oferente que promovió la OPA competidora para que ratifique las condiciones de ésta o, cuando fuera necesario, las mejore (art.41 RD 1066/2007).

La autorización de una OPA competidora por la CNMV produce una serie de efectos sobre las OPAs precedentes ya que permitirá a aquellos oferentes: bien desistir de sus OPAs, comunicándolo de inmediato a la CNMV y

anunciándolo; o bien modificar sus condiciones. Este último proceso modificativo se articula conforme al método del “sobre cerrado” según el cual el quinto día hábil desde la terminación del plazo para la presentación de ofertas competidoras, todos los oferentes que no hayan retirado su oferta, presentarán en sobre cerrado ante la CNMV -o por cualquier otro medio aceptado por dicha CNMV que garantice la confidencialidad de la información- una comunicación que podrá contener, bien su última mejora, bien su decisión de no presentarla. Los oferentes, en estos casos de mejoras, deben acreditar ante la CNMV la decisión adoptada, un suplemento al folleto en el que se detallen las modificaciones de la oferta con la misma precisión, extensión y exactitud que los puntos modificados y el modelo de los anuncios a publicar y; en los tres días hábiles siguientes; acreditar también la garantía complementaria que corresponda a la modificación presentada. La CNMV procederá a la apertura de los sobres el mismo día de su presentación o el siguiente hábil bursátil y comunicará sus condiciones a todos los oferentes y al mercado mediante la publicación en su página web (art.45.4 RD 1066/2007).

En el plazo máximo de los 5 días hábiles siguientes, el oferente inicial podrá modificar sus condiciones respetando una serie de requisitos tales como que la contraprestación ofrecida en el sobre cerrado o a través de un medio equivalente no fuese inferior en un 2% a la contraprestación más alta ofrecida en los sobres o en un medio equivalente o que mejore las condiciones de la OPA un OPAs competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas al menos en un 1% o bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior al menos en un 5%. Además, cuando la mejora sea distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la OPA a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que la OPA mejora la última precedente.

En general, una vez notificada al oferente la autorización, éste deberá proceder en la fecha máxima que le indique la CNMV a la difusión de las nuevas condiciones de la oferta en los términos reglamentarios. De ser varios

los oferentes que introduzcan modificaciones, tanto la autorización como la difusión de las nuevas condiciones deberán producirse en las mismas fechas.

El plazo de aceptación de las OPAs competidoras deberá extenderse hasta los 15 días naturales siguientes a la publicación de los anuncios, quedando ampliado automáticamente hasta esa fecha en la medida necesaria. La ampliación se anunciará por la CNMV a través de su página Web (art.45.7 RD 1066/2007).

C) Aceptaciones de las OPAs competidoras.

El plazo de aceptación de las OPAs competidoras será de 30 días naturales a partir del día siguiente al de publicación del primer anuncio al que se refiere el artículo 22 del RD 1066/2007. La presentación de una OPA competidora interrumpirá el cómputo del plazo de aceptación de la OPA u OPAs precedentes, quedando automáticamente modificado en la medida necesaria de forma que los plazos de aceptación de todas las ofertas finalicen el mismo día. El plazo de aceptación y, en su caso, sus ampliaciones se difundirán por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art.44 RD 1066/2007).

La especialidad principal de las OPAs competidoras consiste en que las declaraciones de aceptación podrán ser múltiples, aplicándose, en tales casos, unas reglas específicas de escrutinio de las aceptaciones múltiples conforme a las cuales las aceptaciones se atribuirán inicialmente a las OPAs que constituyan la primera preferencia de cada aceptante y las aceptaciones de las OPAs que sean retiradas o queden sin efecto se atribuirán a las siguientes ofertas en orden de preferencia (art.43 RD 1066/2007).

Sin perjuicio de las aceptaciones múltiples, salvo declaración expresa en contrario, se entenderá que los destinatarios de las OPAs competidoras que las hubieran aceptado con anterioridad a sus modificaciones se adhieren a las respectivas OPAs modificadas (art.45.9 RD 1066/2007).

D) Efectos colaterales de las OPAs competidoras para la sociedad afectada y sus administradores.

La formulación de una o varias OPAs competidoras produce determinados efectos típicos no sólo para el oferente inicial y los posteriores (que hemos indicado en el epígrafe anterior), sino también para otros sujetos implicados en el proceso:

1. Primero, la sociedad afectada deberá garantizar que exista igualdad informativa entre los oferentes competidores y, para ello, cuando sea específicamente requerida por un oferente o potencial oferente de buena fe, habrá de poner a su disposición la información solicitada siempre que ésta hubiese sido facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes, condicionando su entrega a que el destinatario garantice la debida confidencialidad de la misma; a su empleo al exclusivo fin de formular una OPA y a que la información sea necesaria para aquella formulación (art.46 RD 1066/2007).

2. Segundo, el órgano de administración de la sociedad afectada deberá emitir un informe, en los términos reglamentariamente previstos, si bien el plazo para la publicación del informe del órgano de administración de la sociedad afectada será de 5 días naturales contados a partir de la fecha en que se publique la modificación (art.45.8 RD 1066/2007).

VIII. COMPRAVENTAS FORZOSAS DE VALORES DE LA SOCIEDAD AFECTADA DERIVADAS DEL ÉXITO DE UNA OPA.

A) Supuesto de hecho y consecuencias jurídicas.

El art.60 quater de la LMV y el Capítulo X del RD 1066/2007 regulan las “compraventas forzosas” que son aquellos casos en los que un determinado resultado exitoso de una OPA hace nacer derechos de compra del oferente y de venta de los titulares de valores remanentes porque se da por supuesto que, por encima de determinado resultado, el primero tiene derecho a

obtener un control absoluto de la sociedad afectada y los accionistas de ésta tienen derecho de separación.

El supuesto de hecho que genera aquellos derechos recíprocos consiste en que, en la fecha de liquidación de la OPA, se den las dos circunstancias siguientes: que el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90% del capital con derecho de voto de la sociedad afectada; y que la OPA hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.

Cuando se produzca la situación anterior, nacen dos derechos: el de venta forzosa a favor del oferente porque este podrá, una vez liquidada la oferta, exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados su venta forzosa; y el de compra forzosa a favor de los titulares de acciones u otros valores afectados porque cualquiera de ellos podrá exigir del oferente que le compre la totalidad de sus valores. En ambos casos, los derechos se generan a un precio equitativo, que será el correspondiente a la contraprestación de la OPA (art.47 RD 1066/2007)³⁹.

³⁹ Podemos destacar que, como consecuencia de la OPA voluntaria formulada por ITOH, sociedad íntegra e indirectamente participada por Imperial Tobacco Group, Plc., sobre el 100% del capital de ALTADIS se alcanzó un resultado del 95,81% de dicho capital y, por lo tanto, la oferente confirmó su decisión, anunciada en el folleto, de exigir la venta forzosa de la totalidad de las acciones de ALTADIS por un precio de 50 euros por acción (squeeze-out) fijando el 18.02.2008 como fecha de dicha operación. Además, la oferente anunció que, para facilitar a los accionistas de ALTADIS la venta de sus acciones (sell-out), mantendría una orden permanente de compra sobre las acciones de ALTADIS a un precio de 50 euros por acción desde el 28.01.2008 hasta la fecha en que dichas acciones dejaran de negociarse en bolsa. En este sentido, a resultas de la liquidación de la venta forzosa, aquellas acciones, resultaron excluidas de la negociación en las bolsas de valores españolas (v. anuncio comunicado a la CNMV el 05.11.2007, publicado en Expansión del 09.11.2007 y anuncio publicado en Expansión el 30.01.2008, pág. 9). Un caso verdaderamente paradójico de imposible nacimiento de los derechos de compra y de venta recíprocos lo ofrece la OPA formulada por Undertake Options SLU -sociedad limitada unipersonal titularidad al 100% del Sr. Román Sanahuja Pons- sobre Metrovacesa, en cuyo anuncio, tras la descripción de los supuestos de hecho descritos en el art.47 del RD 1066/2007 y de los derechos de compra y venta recíprocos que nacerían para los accionistas de Metrovacesa y para el oferente en caso de que la OPA superase el umbral del 90% del capital de la sociedad afectada; incluía una advertencia a la vista de los datos reales de la OPA y, en concreto, dado que era imposible que el Grupo Sanahuja oferente- que ya era titular del 70.51% del capital de la afectada- alcanzara el 90% del capital, aunque se aceptara por todo el capital efectivo al que se dirigía la OPA (el 13,37%), teniendo en cuenta que otros accionistas no concertados con el oferente habían inmovilizado el 16,12% del capital. Por ello, la advertencia decía: "Por lo tanto, los accionistas de Metrovacesa que no acepten la oferta no tendrán derecho a exigir al Grupo Sanahuja la compra forzosa de sus acciones. De la misma manera, tampoco el Grupo

B) Procedimiento para las compraventas forzosas.

Cabe diferenciar entre las disposiciones generales para ambos casos y las especiales para los de venta o compra forzosas:

1. En general, el plazo máximo para exigir la venta o compra forzosa será de 3 meses a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación (art.48.1). Las entidades encargadas de la liquidación estarán obligadas a realizar los traspasos de los valores y del efectivo que sean necesarios para consumar la venta o la compra forzosa en los plazos reglamentarios (art.48.7).

2. El derecho de venta forzosa a favor del oferente exige que este indique en el folleto explicativo de la OPA si tiene intención de exigir la venta forzosa en caso de que se den las condiciones señaladas. Si así se indica, el oferente, dentro de los 3 días hábiles siguientes al de publicación del resultado de la oferta, comunicará a la CNMV si se dan aquellas condiciones y, tan pronto como adopte la decisión -irrevocable- de exigir aquella venta forzosa, lo comunicará a la CNMV (que la difundirá), fijando la fecha de la operación entre los 15 y 20 días hábiles siguientes. Antes de la fecha de la operación, el oferente deberá acreditar ante la CNMV la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes del ejercicio del derecho de venta forzosa. Una vez acreditada la liquidación de las operaciones ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores se podrá retirar la garantía. La liquidación de la operación se hará en igual plazo que el establecido en el folleto explicativo de la OPA contado a partir de la fecha de la operación. El oferente dará difusión pública y general de las características de la venta forzosa, en el plazo máximo de los 5 días hábiles siguientes a la fecha de publicación por la CNMV. Los titulares de los valores afectados por la venta forzosa comunicarán al oferente a través de las entidades depositarias de sus valores, con anterioridad a la fecha de la

Sanahuja podrá, en ningún caso, exigir la venta forzosa de las acciones propiedad de los titulares de valores que no hayan aceptado la Oferta” (ver al anuncio publicado en la prensa del 17.03.2008).

operación, la naturaleza de la contraprestación que, en su caso, hubieran elegido. En ausencia de comunicación y siempre que exista esta alternativa, se entenderá que optan por la contraprestación en efectivo (art.48.1 a 5 RD 1066/2007).

En el caso de venta forzosa, todos los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación de los valores serán por cuenta del oferente (art.48.8 RD 1066/2007).

La realización de la operación de venta forzosa determinará la exclusión de negociación de los valores afectados. Dicha exclusión será efectiva a partir de la liquidación de la operación (art.48.10 RD 1066/2007).

c) El derecho de compra forzosa a favor de los titulares de acciones u otros valores afectados exigirá que aquellos dirijan al oferente las pertinentes solicitudes de compra forzosa que se liquidarán en iguales plazos que los fijados en el folleto explicativo para la liquidación de la OPA, contados a partir de la recepción de cada solicitud (art.48.6 RD 1066/2007).

En la operación de compra forzosa, los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación de los valores serán por cuenta de los vendedores (art.48.8 RD 1066/2007).

Si como consecuencia de la realización de las operaciones de compra forzosa el oferente pasara a ser titular de todos los valores, éstos quedarán igualmente excluidos de negociación a partir de la liquidación de la última operación, salvo si la CNMV, a solicitud del oferente, le concede un plazo de un mes para restablecer el cumplimiento de los requisitos de difusión y liquidez del valor en cuestión. Transcurrido dicho plazo, sin que se produzca tal restablecimiento, los valores quedarán excluidos de negociación automáticamente (art.48.10 RD 1066/2007).

IX. SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN.

A) Supervisión e inspección.

El ámbito de las OPAs es uno de los que mayor incidencia potencial tiene en la "delincuencia" --entendida en sentido lato-- bursátil. Ello es así por los ingentes intereses económicos que se concentran en un corto período de tiempo sobre las participaciones significativas o los paquetes de control de las sociedades afectadas.

Por lo anterior, la CNMV ha de ostentar un intenso poder de control sobre todos aquellos sujetos que intervienen en una OPA. En consecuencia, el RD 1066/2007 establece que las personas o entidades que promuevan una OPA, las sociedades afectadas, las empresas de servicios de inversión o las entidades de crédito que actúen en representación del oferente, los administradores de cualquiera de las entidades anteriormente indicadas y cualquier otra persona que directa o indirectamente intervenga por cuenta o de forma concertada con aquéllas en la OPA, quedarán sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la LMV (art. 49 RD 1066/2007). En particular, existen intermediarios como las ESIs, las entidades de crédito y los fedatarios públicos, sometidos a un "deber de abstención" especial (art. 50 RD 1066/2007).

B) Sanciones civiles y administrativas de los incumplimientos en materia de OPAs.

El régimen sancionador de los incumplimientos de la normativa de OPAs, para ser eficaz y evitar, en todo caso, una "rentabilidad" de la infracción es doble:

1. Sanción civil.

Consiste en la suspensión de derechos políticos, porque quien incumpla la obligación de formular una OPA --porque no la presente, la presente fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales- no podrá ejercer

los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, de ninguno de los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y de los valores que correspondan a quienes actúen concertadamente con él. Se consideran como derechos políticos derivados de los valores los siguientes: el derecho de asistir y votar en las Juntas y Asambleas Generales; el derecho de información; el derecho de suscripción preferente; el derecho a formar parte de los órganos de administración de la sociedad; el derecho a impugnar los acuerdos sociales, salvo que éstos sean contrarios a la Ley; y, en general, todos aquéllos que no tengan un contenido exclusivamente económico (art.60.3 LMV y art.27.1 RD 1066/2007).

Sólo podrán recuperarse los derechos políticos suspendidos mediante la formulación de una OPA sobre la totalidad de los valores de la sociedad, en la que el precio se fije con arreglo a lo dispuesto para las OPAs de exclusión o mediante la obtención del consentimiento unánime del resto de los titulares de los valores, manifestado individualmente (art.27.2 RD 1066/2007).

La mera reventa de los valores alcanzados con infracción del deber de formular una OPA no impedirá la aplicación de las sanciones administrativas correspondientes ni permitirá ejercitar los derechos políticos de los valores poseídos y que no hubieran sido enajenados. El adquirente de los valores objeto de reventa sólo podrá ejercitar los derechos políticos correspondientes a aquéllos en el supuesto de que el adquirente no mantenga con el transmitente ninguno de los vínculos contemplados en los artículos 5 y 6 del RD 1066/2007 (art.27.3 RD 1066/2007).

Esta sanción debe completarse con la neutralización de los acuerdos que se hayan podido adoptar con el concurso de los derechos de voto suspendidos “ope legis” y así, la LMV declara que serán nulos los acuerdos adoptados por los órganos de una sociedad cuando para la constitución de éstos o la adopción de aquéllos hubiera sido necesario computar los valores cuyos derechos políticos estén suspendidos y la CNMV estará legitimada para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación- tanto de los

acuerdos de la Junta general como del Consejo de Administración de la sociedad cotizada- en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento del acuerdo, sin perjuicio de la legitimación que pueda corresponder a otras personas (art.60.3 LMV).

2. Sanción administrativa.

Porque el incumplidor estará también sometido al régimen de infracciones y sanciones del Capítulo II del Título VIII de la LMV donde se tipifican como infracciones muy graves el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los arts.60, 60 bis, 60 ter, 61 y 34 de la LMV. En particular, se tipifican el incumplimiento de la obligación de presentar una OPA; su presentación fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales que impidan a la CNMV tenerla por presentada o autorizarla; o la realización de la OPA sin la debida autorización; la falta de publicación o de remisión a la CNMV de la información y documentación que haya de publicarse o enviarse a aquélla, como consecuencia de actuaciones que obliguen a la presentación de una OPA, en el transcurso de la misma o una vez finalizada, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la oferta o el número de inversores afectados sea significativo; y la publicación o el suministro de información o documentación relativas a una oferta pública de adquisición con omisión de datos o con inclusión de inexactitudes, falsedades o datos que induzcan a engaño, cuando la información o documentación afectada sea relevante, o la cuantía de la OPA o el número de inversores afectados sea significativo.